



Handelshøyskolen BI

GRA 19703 Master Thesis

Thesis Master of Science 100% - W

Predefinert informasjon

Startdato:	09-01-2023 09:00 CET	Termin:	202310
Sluttdato:	03-07-2023 12:00 CEST	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	T		
Flowkode:	202310 11184 IN00 W T		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

Deltaker

Navn: Henriette Johannessen og Arild Fernandez Møller-Holst

Informasjon fra deltaker

Tittel *:	Anvendelse av presisjonsvilkåret i oppkjøpsprosesser
Navn på veileder *:	Sjur Swensen Ellingsæter

Inneholder besvarelsen konfidensielt materiale? Nei Ja

Kan besvarelsen offentliggjøres? Ja Nei

Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)

Gruppenummer: 71

Andre medlemmer i gruppen:

Masteroppgave i Forretningsjus og Økonomi
ved Handelshøyskolen BI

- Innsideinformasjon i oppkjøpsprosesser -

- Anvendelse av presisjonsvilkåret i oppkjøpsprosesser -

GRA 19703 – Forretningsjus og Økonomi

Innleveringsdato:

03.07.2023

Stuedsted:

BI Oslo

Veileder:

Sjur Swensen Ellingsæter

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en avsluttende del av vår mastergrad i forretningsjus og økonomi på Handelshøyskolen BI. Oppgavens fagområde er børs- og verdipapirrett.

Tema for oppgaven er svært omdiskutert, og det blir spennende å følge den videre utviklingen av fagområdet. Arbeidet har vært svært interessant og vi tar med oss viktig kompetanse og kunnskap videre. Oppgavens tema er komplekst, og det har vært nyttig å ha hverandre som samarbeidspartnere. Vi har hatt mange gode diskusjoner og et godt samarbeid.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Sjur Swensen Ellingsæter som har gitt oss motivasjon, konstruktive tilbakemeldinger og gode råd. Det har vært svært nyttig å diskutere faglige problemstillinger med deg og du har vært en viktig støttespiller for denne oppgaven. Takk for at du har stilt opp for oss når vi har stått fast.

Sammendrag

Masteroppgavens tema er innsideinformasjon i oppkjøpsprosesser. Oppgaven skal belyse anvendelsen av presisjonsvilkåret i vennlige oppkjøpsprosesser. Vi tar utgangspunkt i perspektivet til utstedere på regulerte markeder. Oppgavens rettslige grunnlag er markedsmisbruksforordningen og vi benytter derfor EØS-rettslig metode. Vi anerkjenner likevel at norske rettskilder kan påvirke norsk praksis på området.

Presisjonsvilkåret utledes fra ordlyden «presise opplysninger» i markedsmisbruksforordningen art. 7. Vilkåret består av to kumulative kriterier, eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet. Vilkårets innhold er omdiskutert og det finnes store avvik mellom de ulike tolkningene. Dette er uheldig da definisjonen av innsideinformasjon anvendes ved både strafferettslige, forvaltningsrettslige og privatrettslige sanksjoner.

Oppgavens hensikt er å definere klarere grenser for presisjonsvilkåret og således forenkle markedsdeltakeres vurdering. Det har derfor vært nødvendig å gjennomføre en inngående juridisk tolkning av bestemmelsen. Ved å anvende bestemmelsen på oppkjøpsprosesser, har vi hatt mulighet til å undersøke hvordan regelverket fungerer i komplekse flerleddede prosesser med mange involverte. Innfallsvinkelen har gjort det mulig å identifisere definisjonens ytre rammer.

Vi konkluderer med at presisjonsvilkåret som regel oppfylles ved forhandling om eller inngåelse av en intensjonsavtale. Alternativt i det etterfølgende trinnet om due diligence og verdsettelse. Oppgaven viser dog at presisjonsvilkåret kan oppfylles enda tidligere i oppkjøpsprosessen, avhengig av de konkrete forhold. Presisjonsvurderingen kan være krevende og må gjennomføres basert på en helhetlig tilnærming til spørsmålet. Oppgaven fremholder at eksistenskriteriet stiller krav til sannsynlighetsovervekt for fremtidige mellomliggende trinn, samt at spesifikasjonskriteriet må vurderes med utgangspunkt i en fornuftig investor.

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	1
1.1 PROBLEMSTILLING	1
1.2 AVGRENSNING	2
1.3 AKTUALITET	3
2. BØRS- OG VERDIPAPIRRETEN OG DENS RETTSKILDELÆRE	6
2.1 RETTSLIG GRUNNLAG.....	6
2.2 GENERELT OM BØRS- OG VERDIPAPIRRETTENS RETTSKILDELÆRE.....	6
2.2.1 EØS-rett.....	6
2.2.2 Aktuelle EU-rettskilder	9
2.3 SÆRLIG OM EU-RETTENS METODELÆRE OG TOLKNING AV MAR	10
2.3.1 Virkning av overgangen fra direktivet MAD til forordningen MAR.....	10
2.3.2 Tekstuell tolkning av MAR.....	11
2.3.3 Formålsorientert tolkning av MAR.....	12
2.3.4 Tolkning av MAR i lys av kontekst.....	14
3. PREISJONSVILKÅRET	16
3.1 INNLEDNING.....	16
3.2 GENERELT OM VILKÅRET	16
3.2.1 Presisjonsvilkårets oppbygning	16
3.2.2 Begrepsparet «Hendelse» og «Omstendighet».....	17
3.3 EKSISTENSKRITERIET	19
3.3.1 Generelt om kriteriet	19
3.3.2 Begrepet «indikerer».....	19
3.3.3 Eksisterende hendelser og omstendigheter.....	20
3.3.4 Fremtidige hendelser og omstendigheter	20
3.3.5 Mellomliggende hendelser og omstendigheter	24
3.3.6 Reno Norden-avgjørelsen.....	25
3.4 SPESIFIKASJONSKRITERIET	28
3.4.1 Generelt om kriteriet	28
3.4.2 Spesifikasjonskriteriet basert på CESRs uttalelser.....	29
3.4.3 Gjennomgang av Lafonta-avgjørelsen	31
3.4.4 Spesifikasjonskriteriets funksjon basert på Lafonta-avgjørelsen.....	33
3.4.5 Mellomliggende trinn	35
4. GENERELL GJENNOMGANG OPPKJØSPROSESSER	37
4.1 INNLEDNING.....	37
4.2 SELGER ER INITIATIVTAKER	37
4.3 KJØPER ER INITIATIVTAKER	38
4.4 GENERELT OM PRISMEKANISMER I OPPKJØSPROSESSEN.....	40
5. ANVENDELSE AV PREISJONSVILKÅRET I OPPKJØSPROSESSER	42

5.1 MOMENTER I VURDERINGEN AV PREISJONSVILKÅRET	42
5.1.1 Innledning.....	42
5.1.2 Vesentlige punkter i avtalen	42
5.1.3 Erfaring	43
5.1.4 Forhandlingsprosessens lengde og partenes velvilje	44
5.1.5 Alternative utfall.....	45
5.1.6 M&A Bølger	46
5.2 PREISJONSVILKÅRET OG FASENE I ET OPPKJØP.....	47
5.2.1 Innledning.....	47
5.2.2 Trinn 1- Beslutning om at et oppkjøp er ønsket.....	49
5.2.3 Trinn 2- Forberedende arbeid.....	50
5.2.4 Trinn 3- Identifisering av kandidater og forenklet due diligence	52
5.2.5 Trinn 4 - Kontakte potensiell(e) kandidat(er).....	54
5.2.6 Trinn 5 – Forhandling om- og inngåelse intensjonsavtale	57
5.2.7 Trinn 6 – Due Diligence og verdsettelse	61
5.2.8 Simultane aksjekjøp og forhåndsaksept	63
6. AVSLUTNING	65
KILDEREGISTER.....	67

1. Innledning

1.1 Problemstilling

Masteroppgaven skal belyse anvendelsen av presisjonsvilkåret i en oppkjøpsprosess. Oppgaven gjør rede for innholdet i presisjonsvilkåret og presenterer deretter en praktisk analyse av utsteders presisjonsvurdering i en vennlig oppkjøpssituasjon.

Presisjonsvilkåret utgjør et av fire vilkår for at informasjon skal utgjøre innsideinformasjon etter markedsmisbruksforordningen (MAR) art. 7 nr. 1 bokstav a.¹ Én av vilkårets funksjoner er dermed å avgrense hva slags informasjon hvis utnyttelse vil innebære innsidehandel, jf. MAR art. 8 og 14.

Presisjonsvilkåret er definert i markedsmisbruksforordningen art. 7 nr. 2, jf. ordlyden «presise opplysninger» i art. 7 nr. 1:

«Ved anvendelsen av nr. 1 skal opplysninger anses som presise dersom de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle derivater (...)»

Av definisjonen utledes to kumulative kriterier: *eksistenskriteriet* og *spesifikasjonskriteriet*. Eksistenskriteriet er oppfylt når hendelsen eller omstendighetene eksisterer, eller når de med rimelighet kan forventes å inntreffe eller foreligge. Oppgaven argumenterer for at informasjon om fremtidige hendelser eller omstendigheter kun oppfyller eksistensvilkåret når det foreligger sannsynlighetsovervekt for at de vil inntreffe eller foreligge.²

Spesifikasjonskriteriet stiller krav til tilstrekkelig spesifisitet ved informasjonen.

Vi argumenterer for at spesifikasjonsvurderingen må ta utgangspunkt i en

¹ Forordning (EU) No 596/2014 art. 7 nr. 1 bokstav a.

² Se kapittel 3.3.4.

fornuftig investors bedømmelse.³ Ved oppfyllelse av kriteriene anses informasjonen som «presise opplysninger».

Oppkjøpsprosesser er flerleddede og varierer i både form og innhold. I oppgaven vurderer vi mulighetene for at presisjonsvilkåret vil være oppfylt på de ulike trinnene som ofte går igjen i slike prosesser. På slik måte fremstiller oppgaven et rammeverk som er anvendelig i mange oppkjøpstilfeller. Vi tar utgangspunkt i følgende trinn: 1) Beslutning om at et oppkjøp er ønsket, 2) Forberedende arbeid, 3) Identifisering av kandidater og forenklet due diligence, 4) Kontakte potensiell(e) kandidat(er), 5) Forhandling om- og inngåelse av intensjonsavtale og 6) Due diligence og verdsettelse. Vi konkluderer med at presisjonsvilkåret senest er oppfylt i trinn 6, derfor vurderer vi ikke etterfølgende trinn.

1.2 Avgrensning

Markedsmisbruksforordningen (MAR) gjelder for finansielle instrumenter som er opptatt til handel på et regulert marked, på en multilateral handelsfasilitet (MHF) eller en organisert handelsfasilitet (OHF) og for finansielle instrumenter som er søkt opptatt til handel på slike, samt andre finansielle instrumenter hvis kurs eller verdi avhenger av eller har innvirkning på kursen eller på verdien av et finansielt instrument, jf. MAR art. 2 nr. 1 punkt a-d. Finansielle instrumenter er etter MAR art. 3 nr.1 punkt 1 definert i direktiv 2014/65/EU vedlegg 1 avsnitt C, jf. direktivets art. 4 nr. 1 punkt 15. Denne oppgaven avgrenses til aksjer og de tilhørende finansielle derivatene som er opptatt til handel på et regulert markedet.

Som nevnt, er presisjonsvilkåret ett av fire kumulative vilkår i definisjonen av innsideinformasjon. Innsideinformasjon er legaldefinert i markedsmisbruksforordningen art. 7 nr. 1, som er implementert i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven §3-1. Bestemmelsen fremlegger følgende definisjon av begrepet, der «presise opplysninger» viser til presisjonsvilkåret:

«Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som

³ Se kapittel 3.4.4.

er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.»

Oppgaven behandler ikke vilkåret om selskaps- og verdipapirspesifikk informasjon. Vi forutsetter at informasjonen direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter. Videre avgrenser vi mot vilkåret om at informasjonen ikke må være offentliggjort. Etter vår mening er disse avgrensningene naturlige.

Vi behandler heller ikke vilkåret om at informasjonen må være egnet til å merkbart påvirke kursen til det finansielle instrumentet eller tilknyttede finansielle derivater, altså kurspåvirkningsvilkåret. Opplysninger om et potensielt oppkjøp vil vanligvis være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene på en merkbart måte.⁴ Påvirkningen kan være positiv eller negativ, avhengig av hvordan markedet oppfatter det overtakende selskapet. Dette er opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.⁵ I praksis vil utfordringen dermed være på hvilket tidspunkt informasjonen i en oppkjøpsprosess anses som presis. Avgrensningen virker derfor hensiktsmessig.

Fiendtlige og vennlige oppkjøp kan se svært forskjellige ut. For å fastsette et rammeverk med egnede og tydelige trinn, er det behov for å skille mellom de to typene. Derfor behandler oppgaven kun vennlige oppkjøp. Oppgaven identifiserer tidspunktet der presisjonsvilkåret er oppfylt og de etterfølgende trinnene i oppkjøpsprosessen vil ikke behandles. Vi behandler heller ikke påbud- og forbudsbestemmelsene som trer i kraft når opplysningene utgjør innsideinformasjon.

1.3 Aktualitet

Innholdet i definisjonen av innsideinformasjon er blant de mest omdiskuterte problemstillingene i EUs børns- og verdipapirrett.⁶

⁴ Bugge (2011) s. 233.

⁵ MAR art. 7 nr. 4.

⁶ Kinander (2022) kapittel 1.

MAR benytter termen innsideinformasjon som et koblingsbegrep. Det betyr at innsideinformasjon vil bety det samme uavhengig av hvilken bestemmelse vi anvender. Regulering av innsideinformasjon omhandler både påbuds- og forbudsbestemmelser. Påbudsbestemmelsene er den løpende informasjonsplikten i MAR art. 17 og plikten til å føre innsiderlister etter MAR art. 18.

Forbudsbestemmelsen er forbudet mot innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon i MAR art. 14.

Ettersom definisjonen av innsideinformasjon er et koblingsbegrep, vil tolkningen av bestemmelsen ha stor innvirkning på utsteders interne rutiner. I en oppkjøpsprosess er det gjerne spørsmål om når informasjonen må offentliggjøres. Offentliggjøring tidlig i prosessen kan svekke forhandlingene og medføre dyrere oppkjøp, følgelig ønsker partene ofte å utsette offentliggjøringen.⁷ Utstedere har mulighet til å utsette offentliggjøring i henhold til MAR art. 17 nr. 4. Ifølge børspraksis vil pågående oppkjøpsforhandlinger som regel være et rimelig grunnlag for slik utsettelse.⁸ Etter MAR art. 17 nr. 4 avsnitt 3 skal utstedere umiddelbart etter offentliggjøring av informasjonen, gi beskjed om at offentliggjøringen blir utsatt. Oslo Børs stiller imidlertid et enda strengere krav og fremsetter at utstederen skal meddele utsatt offentliggjøring til børsen på beslutningstidspunktet.⁹ Dette gir børsen anledning til å føre forsterket kontroll med de aktuelle finansielle instrumentene i perioden forut for offentliggjøring.¹⁰ Utstedere må derfor være i stand til å fastsette tidspunktet for når innsideinformasjon oppstår.

Oppkjøpsprosesser er omfattende og gjennomføres i flere trinn. Definisjonen av «presise opplysninger» fremsetter at slike trinn kan utgjøre presis informasjon både når de eksisterer og når det er rimelig å anta at de kommer til å eksistere. Utstedere må dermed gjennomføre en fortløpende vurdering av de eksisterende og fremtidige forholdene. Dette gjør presisjonsvurderingen i oppkjøpsprosesser svært krevende. Definisjonen er vag, og dette har medført forskjellige tolkninger av vilkåret.

⁷ Bugge (2011) s. 224.

⁸ Ibid. s. 233.

⁹ Oslo Børs (mars 2021) kapittel 4.2.1.2.

¹⁰ Oslo Børs (2021) s. 44 (DNB).

Det er særlig eksistenskriteriet som har skapt debatt, herunder sannsynlighetskravet for fremtidige hendelser, omstendigheter eller mellomliggende trinn. EU-domstolen tok stilling til innholdet i eksistenskriteriet i C-19/11 (Daimler/Geltl). Det har imidlertid vist seg vanskelig å avgjøre hvilket krav til sannsynlighetsgrad dommen faktisk nedfeller. Norsk praksis har vært sprikende på området.¹¹ I HR-2022-695-A fremla Høyesterett at «med rimelig grunn kan forventes å ville inntreffe» måtte forstås slik at minstekravet til sannsynlighet ligger «opp mot sannsynlighetslikevekt, men noe lavere». Avgjørelsen har siden blitt kritisert for å avvike fra det EU-domstolen fastslo i Daimler/Geltl-saken. Finanstilsynet viser til Høyesteretts tolkning og fremsetter følgelig et tilsvarende krav til sannsynlighetsgrad.¹²

¹¹ Børsklagenemnden sak 1/2013, TOSLO-2014-108244 og LB-2016-19016 fremsetter krav til sannsynlighetsovervekt. LB-2014-106934 og LB-2017-153037-3 fremsetter ikke krav til sannsynlighetsovervekt.

¹² Finanstilsynet (2022).

2. Børs- og verdipapirretten og dens rettskildelære

2.1 Rettslig grunnlag

Norge er avtalepart i EØS-avtalen i henhold til avtalens fortale. I henhold til avtalens art. 3 a. har Norge en folkerettslig forpliktelse til å treffe tiltak som oppfyller forpliktelsene EØS-avtalen fordrer, inkludert de endringer i avtalen og dens protokoller som EØS-komiteen avgjør etter EØS-avtalens artikkel 98. EØS-komiteens beslutning nr. 259/2019 inntok MAR i EØS-avtalen med hjemmel i Art. 98. I juni 2019 samtykket Stortinget til å innlemme MAR i verdipapirhandelloven.¹³ Innlemmingen medførte en endring i verdipapirhandelloven, der §3-1 stadfester at MAR gjelder som norsk lov.

2.2 Generelt om børs- og verdipapirrettens rettskildelære

2.2.1 EØS-rett

Norsk børs- og verdipapirrett er i stor grad basert på EU-rettsakter. Dermed er det behov for å differensiere mellom norsk juridisk metode og EØS-rettslig metode. Grunnlaget for den omfattende EØS reguleringen på området er at det dekker to av EUs fire friheter: fri etableringsrett og kapitalbevegelse.¹⁴

I henhold til EØS-loven § 1 gjelder EØS-avtalen art. 6 som norsk lov da den inngår i EØS-avtalens hoveddel. Det betyr at EØS-avtalens regler får lik status som norsk lov ved norske domstolars anvendelse av dem.¹⁵ EØS-avtalen art. 6 lyder som følger:

«Ved gjennomføringen og anvendelsen av bestemmelsene i denne avtale, og med forbehold for den fremtidige utvikling av rettspraksis, skal bestemmelsene, så langt de i sitt materielle innhold er identiske med de tilsvarende regler i Traktaten om opprettelse av Det europeiske økonomiske fellesskap og Traktaten om opprettelse av Det europeiske kull- og stålfellesskap og med rettsakter som er

¹³ Stortingets vedtak 579 den 12.06.2019.

¹⁴ EØS-avtalen art. 31 og 40.

¹⁵ Se også Rt.2000 s. 1811 (Finanger I) på s. 1836.

vedtatt i henhold til de to traktatene, fortolkes i samsvar med de relevante rettsavgjørelser som De europeiske fellesskaps domstol har truffet før undertegningen av denne avtale.»

I henhold til EØS-avtalen art. 2 a. skal «avtale» forstås som både avtalens hoveddel og «dens protokoller og vedlegg samt de rettsakter som er omhandlet i dem». Det vil si at alle omtalelser av «avtalen» i EØS-avtalen, inkludert fortalen, skal forstås i henhold til art. 2 a. Videre krever art. 6 at bestemmelsene må i sitt «materielle innhold» være «identiske», ifølge Bergo skal dette også omfatte bestemmelser som er ment å ha samme innhold.¹⁶ Artikkelens siste punktum stadfester at bestemmelsene den omfatter, skal tolkes i tråd med relevante avgjørelser som EU-domstolen har «truffet før undertegningen av denne avtale» (vår utheving). Altså er EU-domstolens rettspraksis i forkant av EØS-avtalens undertegnelse i 1992 folkerettslig bindende, rettspraksis etter 1992 er derimot ikke omfattet av artikkel 6. I Finanger I stadfestet Høyesterett at art. 6 også omfatter tolkningsprinsippene EU-domstolen utviklet i forkant av avtalens undertegnelse.¹⁷

Selv om det altså formelt sett er forskjell mellom EU-domstolens dommer fra tiden før og etter 1992, har hverken Høyesterett eller EFTA-domstolen i praksis tillagt dommene ulik vekt ut fra avsigelsestidspunktet.¹⁸ Lojalitetsprinsippet etter EØS avtalen art. 3 stadfester at «avtalepartene skal treffe alle generelle eller særlige tiltak som er egnet til å oppfylle» forpliktelsene etter avtalen. Ifølge EFTA-domstolens sak E-28/13 avsnitt 40, gjelder artikkelen for alle tre statsmakter; lovgivende, utøvende og dømmende.¹⁹ Høyesteretts praksis om å ikke skille mellom EU-domstolens dommer med hensyn til om de ble avsagt før eller etter vedtakelsen av EØS-avtalen, er derfor viktig for opprettholdelsen av lojalitetsprinsippet. EFTA-domstolens praksis er i hovedsak regulert i ODA-avtalen art. 3. Artikkelens første ledd stadfester at EFTA-domstolen skal tolke reglene i samsvar med EU-domstolens relevante avgjørelsen før undertegningen av EØS-avtalen. Andre ledd stadfester at EFTA-domstolen også skal ta «tilbørlig

¹⁶ Bergo (2022a) s. 250.

¹⁷ Rt-2000 s. 1811 (Finanger I) på s. 1837.

¹⁸ Bergo (2022a) s. 250.

¹⁹ Sak E-28/13 LBI hf. v Merrill Lynch Int Ltd.

hensyn» til tolkningsprinsippene som fremkommer av EU-domstolens dommer etter undertegningen.

Dette er essensielle momenter for EØS-avtalens formål om et ensartet EØS.²⁰ Formålet er utdypet i fortalen avsnitt 16 som uttrykker homogenitetsprinsippet:

«(...) avtalepartenes formål, med full respekt for domstolenes uavhengighet, er å nå frem til og opprettholde en lik fortolkning og anvendelse av denne avtale og de bestemmelser i Fellesskapets regelverk som i det vesentlige er gjengitt i denne avtale, og å nå frem til lik behandling av enkeltpersoner og markedsdeltagere med hensyn til de fire friheter og konkurransevilkårene»

Homogenitetsprinsippet er altså et tolkningsprinsipp som har til hensikt å sikre at reglene inntatt i EØS-avtalen blir forstått og anvendt likt i hele EØS-området. Prinsippet fastsetter altså at EØS-rett bør tolkes i samsvar med EU-domstolens tolkning, så langt dette lar seg gjøre uten å gripe inn i domstolenes uavhengighet. Prinsippet er også inntatt i ODA-avtalens fortale (4), noe som vitner om at avtalepartene har vært opptatt av prinsippet, både for nasjonale domstoler og EFTA-domstolen.

Presumsjonsprinsippet innebærer at norsk rett må tolkes i samsvar med folkeretten så langt det er mulig.²¹ Prinsippet skal kun tas i bruk der rettskildene åpner for flere tolkninger, ikke i tilfeller der loven er klart i strid med folkerettslige forpliktelser.²² I Finanger I uttalte Høyesterett at for å sikre Norges folkerettslige forpliktelse til å arbeide mot en ensartet fortolkning av EØS-retten, må en bruke EU-rettens metodelære.²³

Bergo hevder at innsidereguleringene, etter at MAR trådte i kraft, er flyttet over i EØS-sonen, samt at norske forarbeider og rettspraksis dermed ikke har en rettskildemessig betydning.²⁴ Vår vurdering er at både EØS-rettens lojalitets- og homogenitetsprinsipp og norsk retts presumsjonsprinsipp, taler for Bergos vurdering. Dette samsvarer også med Høyesteretts vurdering i Finanger I. På

²⁰ EØS-avtalen art. 1 nr. 1.

²¹ Rt-2000 s. 1811 (Finanger I) på s. 1838.

²² Ot.prp. nr. 79 (1991-1992) s. 4.

²³ Bergo (2022a) s. 251.

²⁴ Bergo (2021) s. 45.

bakgrunn av dette, legges det stor vekt på EU-rettskilder i denne oppgaven. Likevel må vi ved mangel på andre rettskilder kunne anse norsk rettspraksis som veiledende og ikke minst en tydelig rettesnor for hvordan lovverket vil praktiseres i Norge.

2.2.2 Aktuelle EU-rettskilder

På bakgrunn av resonnementet i foregående kapittel vil vi først ta for oss de relevante EU-rettskildene for vår oppgave. De formelle rettskildene i EU er hierarkisk strukturert i tre nivåer.²⁵

Nivå 1 består av rettsaktene vedtatt av Rådet og EU-Parlamentet i samråd, herunder forordningen MAR. Nivå 2 består av delegerte rettsakter som EU-kommisjonen har vedtatt med delegert myndighet. I MAR gir art. 35 kommisjonen hjemmel for å vedta slike rettsakter. Disse delegerte rettsaktene er ofte av spesifikk natur for å ta tak i tekniske problemstillinger ved den tilhørende rettsakt.²⁶

Nivå 3 består av veiledninger og anbefalinger fra European Securities and Markets Authority (ESMA).²⁷ Her bemerkes det at ESMA har uttalt at de vil komme med ytterligere veiledning angående definisjonen av innsideinformasjon.²⁸ Veiledningene og anbefalingene er ikke bindende, manglende etterlevelse må likevel begrunnes av nasjonale myndigheter.²⁹ Følgelig bør nivå 3 tillegges vekt ettersom de gir viktig informasjon om hvordan regelverket bør tolkes. ESMA erstattet The Committee of European Securities Regulators (CESR) som tidligere stod for nivå 3. CESR hadde svært begrenset makt i forhold til den myndighet ESMA har fått. Følgelig anser vi at nivå 3 innehar mer praktisk betydning etter overgangen.³⁰ De tidligere veiledningene fra CESR vil dog fortsatt ilegges vekt, forutsatt at ingen senere EU-rettskilder eller EU-domstolen har uttalt seg i strid med veiledningen.³¹

²⁵ Mock (2022) s. 9

²⁶ Ibid. s 9-10.

²⁷ I.c.

²⁸ Ventrizzo (2022) s. 272.

²⁹ Forordning 1095/2010/EU art. 16 nr. 3.

³⁰ Cools (2022) s. 69-70.

³¹ Ventrizzo (2022) s. 268.

Ovennevnte inndeling inneholder rettskildene som fastsetter regelverket og presiserer dets innhold, likevel krever problemstillingen vår bruk av ytterligere rettskilder. EU baserer seg på en dynamisk rettsutvikling hvor EU-Domstolen har stor innflytelse som øverste tolkningsmyndighet. EU-domstolen omfatter rettssystemet tilhørende EU; Court of Justice, General Court og de spesialiserte domstolene. EU-domstolen har dermed øverste tolkningsmyndighet og vil bli tillagt betydelig vekt i våre vurderinger av definisjonen.³²

2.3 Særlig om EU-rettens metodelære og tolkning av MAR

2.3.1 Virkning av overgangen fra direktivet MAD til forordningen MAR

MAR ble innført som en erstatning for markedsmissbruksdirektivet (MAD).³³ Med dette ble medlemsstatenes handlingsrom innskrenket. Dette grunner i at EØS-avtalens art. 7 (1) b. fastslår at det er opp til avtalepartene å bestemme form og midler for gjennomføringen av direktiver. Dermed er hver selvstendig stat forpliktet til å innføre direktivets regler, enten ved opprettelse av ny lov eller forskrift, eventuelt ved endring av- eller innlemming i eksisterende lov. Denne prosessen kalles transformasjon.³⁴ Gjennom en slik transformasjon til norsk lov, vil den norske lovteksten være tolkningsobjektet. Direktivet vil imidlertid være en viktig faktor ved tolkningen av gjennomføringslovgivningen, spesielt sett i lys av presumsjonsprinsippet.³⁵

Ifølge EØS-avtalen art. 7 (1) a. skal en forordning derimot innføres som sådan i de selvstendige statenes rettsorden. Denne prosessen kalles inkorporasjon og er gjort ved verdipapirhandelloven § 3-1 som henviser direkte til MAR og fastsetter at forordningen «gjelder som lov».³⁶ Inkorporasjon medfører at det relevante tolkningsobjekt blir forordningens formulering. Derfor må ordlyden tolkes utfra EØS-rettslig metode og ikke norsk juridisk metode for å sikre like løsninger i hele EØS området.

³² Craig (2020) s. 87.

³³ Direktiv 2003/6/EC.

³⁴ Sejersted (2019) s. 197.

³⁵ Se kapittel 2.2.1.

³⁶ Sejersted (2019) s. 197.

Med hensyn til denne oppgaves avgrensning presiseres det at MAR art. 7 viderefører samme definisjon av innsideinformasjon som var lagt til grunn i MAD art. 1 nr. 1 og dermed tidligere verdipapirhandelloven § 3-2. Videre har MAR art. 7 nr. 2 videreført art. 1 nr. 1 om presisjonsvilkåret i kommisjonens implementeringsdirektiv av MAD.³⁷ MAR har også direkte videreført implementeringsdirektivets fortale punkt 1 i sin egen fortale punkt 14.³⁸ I MARs fortale punkt 16 videreføres prinsipper fastsatt av EU-domstolens i Daimler/Geltavgjørelsen.³⁹ Tidligere praksis fra EU-domstolen har altså vært sentralt i utarbeidelsen av MAR og bør derfor tillegges vekt.⁴⁰ Videre vil CESRs tidligere veiledninger også tillegges vekt da definisjonens ordlyd er lik, i den grad etterfølgende rettskilder ikke har uttalt noe annet.⁴¹

2.3.2 Tekstuell tolkning av MAR

I henhold til EU-rettens metodelære skal en i hovedsak belage seg på ordlydstolkning, men slik tolkning er ikke alltid tilstrekkelig. Dette kan begrunnes i to forhold ved EU-retten.

Første forhold er at en betydelig del av EU-retten er utformet som et rammeverk, følgelig inneholder rettsakter ofte vage uttrykk og generelle bestemmelser. Rammeverksutformingen kan begrunnes med EUs store myndighetsområde og de mange tilfeller som skal omfattes av reglene.⁴²

Det andre forholdet er at lovtekstene er oversatt til alle 24 offisielle språk i EU, hver av disse oversettelsene er likestilte. Dermed må ordlyden tolkes på flere språk for å redusere risikoen for feiltolkninger basert på språklige forskjeller i formulering.⁴³ I henhold til EØS-avtalen art. 129 er den norske språkversjonen av både avtalen og dets vedlegg, herunder MAR, en gyldig språkversjon. Det må imidlertid poengteres at norsk ikke er et offisielt språk i EU, følgelig vil ikke EUs oversettelsesapparat utforme norske språkversjoner. Av hensyn til homogenitet i

³⁷ Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC.

³⁸ Se kap. 3.4.2.

³⁹ Case C-19/11 Markus Gelte v Daimler AG avsnitt 57.

⁴⁰ Mock (2022) s. 8.

⁴¹ Se kap. 2.2.2.

⁴² Bergo (2022a) s. 309.

⁴³ Koen (2013) s. 46.

EØS-sonen legger vi derfor til grunn at norsk språkversjon må vike ved motstrid med versjoner på EUs offisielle språk.⁴⁴

MAR er en forordning og dermed mer spesifikk i sin formulering sammenliknet med MAD, utfordringer tilknyttet språkversjonene er likevel aktuelle. EU-domstolen har fastslått at der EU lovgivningen ikke gir en fullverdig definisjon, må spørsmålet vurderes utfra vanlig språklig forståelse på de ulike språkene, konteksten og formålet med reglene.⁴⁵

2.3.3 Formålsorientert tolkning av MAR

Verdipapirmarkedenes hovedoppgave er blant annet å effektivt formidle finansiering gjennom fremmed- og egenkapital.⁴⁶ Lovgivningen bygger på ulike hensyn som lovgiver mener er essensielle for at markedene skal kunne gjennomføre sine oppgaver. Hensynene kommer frem i forordningens bestemmelser og fortale. Fortaleanvisningene kan etter EU-rettsens metodelære ikke korrigere lovteksten, men må anses som en presisering.⁴⁷

MAR art. 1 stadfester at forordningens formål er å fastsette et felles regelverk for å ivareta hensyn til markedets integritet, og å styrke vernet av investorene og deres tillit til markedet.

MARs fortale punkt 2 fremhever at markedsmisbruk skader finansmarkedenes integritet og allmennhetens tillitt til verdipapirer og derivater. Fortalen stadfester at markedsintegritet er en forutsetning for et «integert, effektivt og gjennomsiktig finansmarked». Det fastslås også at allmennheten må ha tillit til markedet for å tilrettelegge for «økonomisk vekst og velstand». Kommisjonen definerer markedsintegritet som trygg og rettferdig markedsorganisering med tilstrekkelig investorvern og fravær av innsidhandel og misvisende informasjon. Et effektivt marked er definert av Kommisjonen som et marked hvor instrumentenes pris reflekterer all informasjon tilgjengelig for investorene.⁴⁸ Kommisjonens definisjon

⁴⁴ Fredriksen (2022) s. 359 – 360.

⁴⁵ Case C-119/12 Josef Probst v mr.nexnet GmbH.

⁴⁶ Norges Bank (2022) s. 8.

⁴⁷ Bergo (2022b) s. 41.

⁴⁸ Europakommisjonen (u.å).

samsvarer med hva Norge anser å være markedseffektivitet og markedintegritet.⁴⁹

MARs fortale punkt 4 fremmer at forordningen skal bidra til et mindre komplisert regelverk og følgelig styrke markedsdeltakernes rettssikkerhet. Hva gjelder vår avgrensning er definisjonen av innsideinformasjon omtalt i MARs fortale punkt 18. Her fremkommer det at forordningen tar sikte på å forbedre rettssikkerheten gjennom en mer detaljert definisjon av de to vilkårene, «presise opplysninger» og «egnet til å påvirke kursen». Hensynet til rettssikkerhet må ansees som spesielt viktig i lys av definisjonens bruk som koblingsbegrep. EU-retten har stadfestet et legalitetsprinsipp i EU-charteret art. 49 om at ingen kan dømmes uten lov.⁵⁰ Prinsippet innebærer blant annet at lovgivningen må være «clear and precise». Følgelig kan den formålsbaserte tolkningen ikke korrigere lovteksten, men må ansees som en presisering.⁵¹

Reguleringen av innsideinformasjonsbegrepet tar blant annet sikte på avhjelpe asymmetrisk informasjon.⁵² Denne typen markedssvikt oppstår når enkelte markedsdeltakere besitter et bedre informasjonsgrunnlag enn andre deltakere,⁵³ og svekker således allmennhetenes tillitt til markedet. Motarbeidelse av asymmetrisk informasjon kan imidlertid medføre «information overload».

Information overload oppstår når irrelevant informasjon offentliggjøres i markedet.⁵⁴ Med en krevende og lite forståelig definisjon av innsideinformasjonsbegrepet, er risikoen at markedsdeltakere offentliggjør mer informasjon enn nødvendig i frykt for å misligholde regelverket. Information overload kan også oppstå dersom definisjonen av innsideinformasjon tvinger utstedere til å offentliggjøre irrelevant informasjon etter MAR art. 17. Når markedet fylles med irrelevant informasjon, vil effektiviteten i markedets prising reduseres.

⁴⁹ NOU 1996: 2 s. 24.

⁵⁰ Charter of Fundamental Rights of The European Union art. 49.

⁵¹ Tridimas (2006) s. 252.

⁵² Meld. St. 24 (2018–2019) s. 54- 55.

⁵³ I.c.

⁵⁴ Paredes (2003) s. 418-419.

Definisjonen av innsideinformasjon må balansere disse hensynene. For å redusere risikoen for information overload må definisjonen forhindre offentliggjøring av irrelevant informasjon. Dette krever en forståelig definisjon og at terskelen for innsideinformasjon ikke settes for lavt. I tillegg må definisjonen sikre at handel gjennomføres på samme informasjonsgrunnlag for å avhjelpe asymmetrisk informasjon.

2.3.4 Tolkning av MAR i lys av kontekst

EUs rettsakter, herunder MAR, må også tolkes i lys av konteksten de inngår i.⁵⁵ Dette omfatter både tidligere EU lovgivning og andre rettskilder i EU retten, i tillegg skal relevante lovforslag ilegges vekt.⁵⁶ Kontekstuell tolkning skal ivareta koherens for å sikre et sammensatt regelverk som tolkes i tråd med lovgivers intensjoner. Tolkningsmetoden søker å avdekke konsistent begrepsbruk hos lovgiver for å finne frem til hva lovgiver med rimelighet kan ha ment.⁵⁷

Formålet med å erstatte direktivet med en forordning var å sørge for et harmonisert og ensartet regelverk i EU sonen,⁵⁸ dette er viktig for å sikre fri kapitalbevegelse og etableringsrett,⁵⁹ samt å motvirke potensiell regelverksarbitrasje.⁶⁰ Ventoruzzo og Mock problematiserer definisjonen av innsideinformasjon sin funksjon som et koblingsbegrep da det har medført tre dimensjoner for mulig tolkning; strafferettslig, forvaltningsrettslig og privatrettslig. Det hevdes at den strafferettslige dimensjonen krever en snever tolkning for å ivareta rettssikkerhet. På bakgrunn av konstitusjonelle begrensninger, kan forvaltningsrettslige spørsmål kreve ulik tolkning på tvers av medlemsstater. Den privatrettslige dimensjonen vil ofte ha lavere beviskrav enn i strafferetten og kan variere mellom medlemsstatene. Ventoruzzo og Mock argumenterer videre for at de ulike dimensjonene av tolkingen åpner for at

⁵⁵ Case C-119/12 Josef Probst v mr.nexnet GmbH.

⁵⁶ Case C-621/18 Andy Wightman and Others v Secretary of State for Exiting the European Union avsnitt 47.

⁵⁷ Bergo (2022a) s. 312.

⁵⁸ MAR fortale pkt. 3.

⁵⁹ EØS-avtalen henholdsvis art. 40 og art. 31.

⁶⁰ MAR fortale pkt. 4.

regelverkets praktisering, i større grad formes av medlemsstatenes forvaltningspraksis, fremfor av EU-domstolen.⁶¹

Til tross for de ulike tolkningsdimensjonene er det ikke rom for å tolke definisjonen ulikt alt etter i hvilken sammenheng den inngår. Ulike tolkninger vil derfor true hensynene til et harmonisert og ensartet regelverk og medføre utfordringer når EØS borgere ønsker å benytte etableringsretten og flytte kapital innad i EØS-sonen.

⁶¹ Mock (2022) s. 7-9.

3. Presisjonsvilkåret

3.1 Innledning

Dette kapittelet behandler innholdet i presisjonsvilkåret. Først gjennomgås de momentene som er felles for både eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet. Deretter behandles kriteriene separat. I de separate gjennomgangene vil vi fremlegge og begrunne vår tolkning av kriteriene basert på avgjørelser fra EU-domstolen, veiledning fra CESR og juridisk teori. Vår tolkning legges til grunn ved anvendelse av presisjonsvilkåret i kapittel 5.

3.2 Generelt om vilkåret

3.2.1 Presisjonsvilkårets oppbygning

Begrepet innsideinformasjon er legaldefinert i MAR art. 7. Den engelske språkversjonen av art. 7 nr. 1 lyder som følger:

«Information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments;»

Presisjonsvilkåret utledes av beskrivelsen «Information of a precise nature» og oversettes til norsk som «presise opplysninger». Presisjonsvilkåret i MAR tilsvarer den ordlyden som ble brukt i MAD art. 1 nr. 1 og i MADs implementeringsdirektiv art. 1 nr. 1,⁶² med unntak av MARs innføring av mellomliggende trinn som både presis informasjon og som innsideinformasjon i henholdsvis art. 7 nr. 2 og 7 nr. 3.

En nærmere definisjon av hva som ligger i ordlyden «presise opplysninger» finnes i MAR art. 7 nr. 2:

«For the purposes of paragraph 1, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or which may reasonably

⁶² Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC art. 1 nr. 1.

be expected to come into existence, or an event which has occurred or which may reasonably be expected to occur, where it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of the financial instruments (...))»

I dagligtale defineres ordet «presis» som noe tydelig og nøyaktig. Finanstilsynet fremholder imidlertid at vilkåret ikke krever at opplysningene må være sikre, nøyaktige eller fullstendige.⁶³ CESR har uttalt at informasjon ikke behøver å være omfattende for å kunne anses som presis. Informasjon kan også anses presis der det finnes mer enn ett alternativt utfall.⁶⁴ På slik måte avviker ordlyden «presis» fra det vi normalt omtaler det som. CESR påpeker imidlertid at det må finnes sikre og objektive bevis for informasjonen, altså kan den ikke være basert på rykter eller spekulasjoner.⁶⁵

Presisjonsvilkåret består av to kumulative undervilkår: eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet. Begge vilkårene må altså være oppfylt for at informasjonen anses å være av presis karakter. Eksistenskriteriet utledes fra ordlyden «exists or which may reasonably be expected to come into existence» og «has occurred or which may reasonably be expected to occur». Spesifikasjonskriteriet kommer av ordlyden «specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect (...))».

3.2.2 Begrepsparet «Hendelse» og «Omstendighet»

Skillet mellom begrepsparet «circumstances» og «event» gjelder for både eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet. Vi belyser dette skillet fordi det er særlig viktig i oppkjøpsprosesser som består av flere ledd.

Den engelske utgaven av MAR fremlegger at «an event» og «a set of circumstances» kan utgjøre presis informasjon. Det kreves følgelig mer enn én «omstendighet» for å oppfylle kravet, mens én selvstendig «hendelse» kan utgjøre presis informasjon. Implisitt innebærer denne forskjellen at én hendelse inneholder mer håndgripelige opplysninger enn det én selvstendig omstendighet

⁶³ Finanstilsynet (2022).

⁶⁴ CESR/06-562b avsnitt 1.7.

⁶⁵ Ibid. avsnitt 1.5.

gjør. I Daimler/Geltl uttalte EU-domstolen at «since the terms ‘set of circumstances’ and ‘event’ are not defined in that directive, it is appropriate to look at their ordinary meaning».⁶⁶ Vanlig språkforståelse av ordlydene må derfor legges til grunn.

I dagligtalen er en «hendelse» noe som skjer. Det kan være et steg på veien mot et utfall, men det kan også være selve utfallet. Ventoruzzo og Picciau fremholder at hendelser vanligvis er en kombinasjon av handlinger, elementer, fakta eller situasjoner, samt at hendelser gjerne omtaler noe som er mer komplekst enn det en omstendighet gjør.⁶⁷ «Omstendigheter» defineres i dagligtalen som forhold som kan ha en bestemmende påvirkning på en hendelse. Ventoruzzo og Picciau fremsetter at omstendigheter kan være forutsetninger for at en hendelse vil finne sted, samt at én omstendighet bare er av betydning dersom den ses i sammenheng med andre omstendigheter.⁶⁸

Ventoruzzo og Picciau har påpekt at begrepsparet ofte anvendes som synonymer i dagligtalen,⁶⁹ og Kinander har uttalt at dette kan være årsaken til at begrepene er lite behandlet i juridisk teori.⁷⁰ Skillet mellom hendelse og omstendighet er uklart og kan avhenge av den konkrete situasjonen. Det kan argumenteres for at det viktigste med ordbruken i MAR art. 7 nr. 2 er at den gir indikasjon om hvor langt bestemmelsen rekker. Ved å anvende både «omstendigheter» og «hendelse» i sin ordlyd gis bestemmelsen et vidt nedslagsfelt og det er nok også dette som er poenget. På den andre siden kan et uklart skille medføre svekket rettssikkerhet for markedsdeltakerne.⁷¹

Forskjellen mellom begrepsparet er som nevnt viktig når det er snakk om flerleddede prosesser, eksempelvis i oppkjøp. Som Ventoruzzo og Picciau påpeker, er det enklere å avgjøre når én hendelse utgjør presis informasjon ettersom det gjerne er snakk om det endelige utfallet eller enden på et bestemt segment i prosessen. Vurderingen blir imidlertid mer krevende når det er snakk

⁶⁶ Case C-19/11 Markus Geltl v Daimler AG avsnitt 30.

⁶⁷ Ventoruzzo (2022) s. 275.

⁶⁸ I.c.

⁶⁹ I.c.

⁷⁰ Kinander (2022) kapittel 3.1.

⁷¹ Se kapittel 2.3.3.

om omstendigheter ettersom det også må vurderes når omstendighetene utgjør et komplett sett som gir indikasjon på den fremtidige utviklingen.⁷²

I motsetning til flere offisielle språkversjoner,⁷³ fremsetter den norske oversettelsen av MAR at «*en* eller flere omstendigheter» (vår utheving) kan utgjøre presis informasjon. Vi belyser dette momentet fordi feiloversettelsen kan medføre at norske markedsdeltakere utsettes for en strengere behandling av innsideinformasjonsbegrepet enn det som faktisk fremgår av MAR. I den sammenheng reises det spørsmål om hvorvidt Norge har brutt lojalitetsprinsippet.⁷⁴ Som gjennomgått i kapittel 2.3.2 skal den norske språkversjonen ikke ilegges vekt ved motstrid med øvrige språkversjoner. Oppgaven tar derfor utgangspunkt i at MAR art. 7 nr. 2 stiller krav til et «sett av omstendigheter».

3.3 Eksistenskriteriet

3.3.1 Generelt om kriteriet

Eksistenskriteriet er et av de to kriteriene utledet av presisjonsvilkåret. MAR art. 7 nr. 2 skiller mellom omstendigheter som foreligger og omstendigheter som det er rimelig å forvente at kan komme til å foreligge, og mellom hendelser som har inntruffet og hendelser som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe.

De kommende kapitler vil omhandle ordlyden i MAR art. 7 nr. 2, herunder en gjennomgang av innholdet i Daimler/Geltl-avgjørelsen. Avgjørelsen er basert på MAD og har blitt tolket på ulike måter. Vår behandling av eksistenskriteriet vil derfor være tett tilknyttet EU-domstolens uttalelser.

3.3.2 Begrepet «indikerer»

Som fremlagt i kapittel 3.2.1, stadfester MAR art. 7 nr. 2 at: «information shall be deemed to be of a precise nature if it *indicates*(...)» (vår utheving). Å indikere betyr å anwise, å tyde på eller å fastsette noe. Derfor må den aktuelle

⁷² Ventoruzzo (2022) S. 275-276.

⁷³ Blant annet Dansk, Spansk, Tysk og Portugisisk språkversjon av Forordning (EU) nr. 596/2014 fremsetter krav til mer enn én omstendighet.

⁷⁴ Se kapittel 2.2.1.

informasjonen minst gi anvisning på, eller tyde på, at hendelser eller omstendigheter eksisterer, eller at det er rimelig å forvente at de kommer til å eksistere. Det er naturlig å forstå dette dit at opplysningene ikke behøver å være fullstendige eller uttømmende. Vår tolkning samsvarer med både CESRs og Finanstilsynets veiledninger, nevnt i kapittel 3.2.1.

3.3.3 Eksisterende hendelser og omstendigheter

Det neste vi gjennomgår er omstendigheter eller hendelser som foreligger eller som har inntruffet. I en flerleddet prosess kan en inntruffet hendelse eksempelvis være midlertidige avtaler,⁷⁵ enighet om vesentlige avtalevilkår og styrevedtak om oppkjøpstilbud. For omstendigheter som eksisterer i en flerleddet prosess kan det være snakk om erfaring fra lignende prosesser, pågående kontraktsforhandlinger eller diskusjon om strategiske beslutninger.

Av eksemplene ser vi at betydningen av inntrufne hendelser er større enn betydningen av de selvstendige omstendighetene. Dersom det imidlertid foreligger et sett av omstendigheter, ser vi at betydningen kan være like stor som ved en inntruffet hendelse. Dette poenget er særlig viktig i oppgavens praktiske anvendelse av presisjonsvilkåret.

3.3.4 Fremtidige hendelser og omstendigheter

MAR art. 7 nr. 2 stadfester at fremtidige hendelser og omstendigheter kan utgjøre presis informasjon, så fremt det er «rimelig å forvente» at disse vil komme til å eksistere. Di Noia og Gargantini har fremholdt at rimelighetsvurderingen i eksistenskriteriet skal sikre at prognoser gjennomføres på et rasjonelt grunnlag basert på all den informasjonen utstederen har tilgjengelig på vurderingstidspunktet. Vurderingen av sannsynlighet er ofte subjektiv, det foreligger dermed en risiko for at utfallet blir annerledes enn det utstederen antok.⁷⁶ Vi slutter oss til dette synet og anfører at ordlyden skal sikre at feilaktig sannsynlighetsvurdering likevel godtas så fremt den var basert på en rimelig antagelse.

⁷⁵ Eksempelvis en intensjonsavtale.

⁷⁶ Di Noia (2012) s. 497.

Spørsmålet om hva som ligger i ordlyden «may reasonably be expected» ble behandlet av EU domstolen i Daimler/Geltl.⁷⁷ Domstolen tok stilling til følgende spørsmål om fremtidige hendelser og omstendigheter:

«Whether Article 1(1) of Directive 2003/124 (...) refers only to circumstances or events the occurrence of which may be considered to be *preponderant or highly probable*, or whether that notion implies that the *magnitude of the effect* of that set of circumstances or that event on the prices of the financial instruments concerned *must be taken into consideration*» (vår utheving).⁷⁸

«Preponderant» betyr overveiende, altså overveiende sannsynlig, mens «highly probable» oversettes som høyst sannsynlig. Ved første øyekast kan det virke som at disse to begrepne er synonyme, men denne oppfatning er etter vår mening uriktig. Ordet «overveiende» henviser til at noe er større enn noe annet. Det betyr at det må være mer sannsynlig at noe kommer til å eksistere enn ikke. Begrepet «høyst» anvendes gjerne som et synonym for «absolutt» eller «maksimalt». Akkurat hvor «høyst sannsynlig» ligger er ikke åpenbart, men det er rimelig å anta at begrepet henviser til en sannsynlighetsprosent som ligger høyere enn «overveiende sannsynlig».

Motsvaret til en klar sannsynlighetsmodell er en probability/magnitude-test som Generaladvokaten fremla forslag om. Generaladvokatens oppgave er å fremsette en fullstendig upartisk og uavhengig vurdering av sakene til behandling i EU-domstolen. Generaladvokaten utviklet en multifaktortest, på bakgrunn av amerikansk retts «probability/magnitude-test, der han fremholder at eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet skal sees under ett.⁷⁹ Med en slik modell vil sannsynlighetskravet avhenge av størrelsen på kurspåvirkningen.⁸⁰ Det vil si at en høy potensiell kurspåvirkning krever lavere grad av sannsynlighet og motsatt.

EU-domstolen avviste Generaladvokatens multifaktortest blant annet ved å hevde at testen ville gjøre presisjonskriteriet og kurspåvirkningsvilkåret avhengige av

⁷⁷ Case C-19/11 Markus Geltl v Daimler avsnitt 23 nr. 2.

⁷⁸ Ibid. Avsnitt 41.

⁷⁹ Opinion of Advocate General Mengozzi i Case C-19/11 Markus Geltl v Daimler AG avsnitt 69.

⁸⁰ Ibid. avsnitt 109.

hverandre.⁸¹ Her er det verdt å bemerke at Generaladvokaten ønsket at eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet skulle sees under et og at han i utgangspunktet ikke viser til at presisjonsvilkåret skal sees i sammenheng med kurspåvirkningsvilkåret. Dette viser hvor krevende skillet mellom spesifikasjonskriteriet og kurspåvirkningskriteriet kan være.

I avgjørelsen fremsetter EU-domstolen at vurderingen skal baseres på informasjonsgrunnlaget på vurderingstidspunktet.⁸² Domstolen fremsetter at «may reasonably be expected» ikke kan tolkes dit at det kreves «high probability» for at omstendighetene eller hendelsen kan komme til å eksistere.⁸³ Dette begrunnes i at et slikt sannsynlighetskrav vil undergrave målene om å øke investorenes tillitt til markedet og å beskytte markedenes integritet.⁸⁴ Videre uttales det imidlertid at presise opplysninger ikke omfatter informasjon om omstendigheter eller hendelser som det er «implausible» at vil komme til å eksistere. «Implausible» oversettes til norsk som «usannsynlig». Argumentet begrunnes i hensynet til rettssikkerhet, slik at markedsaktører ikke skal tro at de er forpliktet til å offentliggjøre informasjon som ikke er spesifikk eller uten kurspåvirkningspotensiale.⁸⁵

Begrepet «may reasonably be expected» forklares av EU-domstolen som at det må foreligge «realistic prospect» for at hendelsen eller omstendighetene vil komme til å eksistere.⁸⁶ «Realistic prospect» oversettes til norsk som «realistisk mulighet» og er nå inntatt i MARs fortale punkt 16. Bergo oversetter «realistic prospect» til «utsikter» og anfører at begrepet er brukt i noen norske lover og forskrifter, men lite behandlet i norsk jus.⁸⁷ Han oppfatter begrepet som at det indikerer «noe som har (minst) sannsynlighet for seg».⁸⁸ Kinander har på sin side uttalt at ordlydene «may reasonably be expected» og «realistic prospect» betyr det samme og at presiseringen i Daimler/Geltl derfor medfører lite klargjøring.⁸⁹

⁸¹ Case C-19/11 Markus Geltl v Daimler avsnitt 52.

⁸² Ibid. avsnitt 45.

⁸³ Ibid. avsnitt 46.

⁸⁴ Ibid. avsnitt 47.

⁸⁵ Ibid. avsnitt 48.

⁸⁶ Ibid. avsnitt 49.

⁸⁷ Bergo (2022b) s. 40.

⁸⁸ Bergo (2022b) s. 40.

⁸⁹ Kinander (2022) kap. 3.3.5.

Den grunnleggende utfordringen ved at EU-domstolen stadfester en nedre grense ved det «usannsynlige», men at det ikke stilles krav til «høy sannsynlighet», er at det ikke er enighet om formuleringenes innhold. Flere teoretikere har uttalt at domstolen nedfelte en sannsynlighetsovervekt-modell der det må være mer sannsynlig enn ikke at hendelsen eller omstendighetene vil komme til å eksistere.⁹⁰ Lau Hansen mener på sin side at det er galt å anta at dommen nedfeller et krav til sannsynlighetsovervekt. Han utaler også at bestemmelsen ikke er en statistisk øvelse ettersom slik beregning krever at de alternative utfallene er kjent.⁹¹

EU-domstolen besvarer altså spørsmålet om hvorvidt informasjonen må være «preponderant or highly probable (...)» eller om «(...) the notion implies that the magnitude of the effect (...) must be taken into consideration», ved å avvise at sannsynligheten må være høy, samt ved å avvise at sannsynligheten må sees i sammenheng med effektens størrelse. Slik vi ser det, medfører disse avvisningene at det som står igjen er at sannsynligheten må være «preponderant», det vil si overveiende.

At EU-domstolen besvarer spørsmålet ved hjelp av formuleringen «realistic prospect» viser at domstolen ikke ønsket å fastslå en bestemt sannsynlighetssats. Formuleringen er vag, og det er krevende å identifisere hva domstolen har ment. Sett i sammenheng med ovennevnte avsnitt anfører vi, under tvil, at realistisk mulighet må tolkes dit at det kreves en overveiende sannsynlighet for fremtidige hendelser og omstendigheter. Videre i oppgaven omtaler vi dette som et krav til sannsynlighetsovervekt. Vår oppfatning støttes blant annet av avgjørelsens autentiske språkversjon, som anvender formuleringen «faktisk» kan forventes å eksistere.⁹² Begrepet «faktisk» innebærer etter vårt syn at det kreves konkrete holdepunkter for å oppfylle eksistenskriteriet.

En sannsynlighetsovervekt-modell medfører en enklere vurdering for markedsdeltakerne ettersom spørsmålet i praksis blir om det er mer sannsynlig

⁹⁰ Di Noia (2012) s. 495-496; Ventoruzzo (2022) s. 276; Krause (2013) s.289; Bergo (2022b) s. 44; Veil (2022) s. 200.

⁹¹ Hansen (2017a) s. 384- 385.

⁹²Den tyske språkversjonen er den autentiske og fremsetter: «(...)faktisk kan forventes å eksistere eller inntreffe i fremtiden.», Case C-19/11 Markus Gelll v. Daimler AG avsnitt 49.

enn ikke at de fremtidige hendelsene eller omstendighetene vil inntreffe eller foreligge. Vår vurdering støttes også av EU-domstolens uttalelse om hensynet til rettssikkerhet.⁹³ I tillegg ivaretar løsningen hensynet til effektivitet, ved å redusere sjansen for offentliggjøring av irrelevant informasjon.⁹⁴

3.3.5 Mellomliggende hendelser og omstendigheter

MAR art. 7 nr. 2 og nr. 3 fremsetter følgende om mellomliggende trinn:

Art. 7 nr. 2: «In this respect in the case of a *protracted process* that is intended to bring about, or that results in, particular circumstances or a particular event, those future circumstances or that future event, and also the *intermediate steps* of that process which are connected with bringing about or resulting in those future circumstances or that future event, may be deemed to be *precise information*.» (vår utheving).

Art. 7 nr. 3: «An *intermediate step* in a *protracted process* shall be deemed to be *inside information* if, by itself, it satisfies the criteria of inside information as referred to in this Article» (vår utheving).

Forskjellen mellom art. 7 nr. 2 og art. 7 nr. 3, er at nr. 2 fastslår at også mellomliggende trinn kan utgjøre presis informasjon, mens nr. 3 nedfeller at mellomliggende trinn i seg selv kan utgjøre innsideinformasjon dersom de resterende vilkårene for innsideinformasjon er oppfylt. For denne oppgaven er det art. 7 nr. 2 som er relevant.

Tematikken rundt mellomliggende trinn ble behandlet av EU-domstolen i Daimler/Geltl-saken.⁹⁵ Verken MAD eller tilhørende implementeringsdirektiv inneholdt særbestemmelser om slike trinn.⁹⁶ Domstolen fremholdt at et mellomliggende trinn i en flerleddet prosess, i seg selv kan utgjøre et sett av omstendigheter eller en hendelse i den betydningen som normalt tilskrives disse begrepene.⁹⁷ Videre uttales det at også informasjon om et fremtidig

⁹³ Case C-19/11 Markus Gelte v. Daimler AG avsnitt 48.

⁹⁴ Se kapittel 2.3.3.

⁹⁵ Case C-19/11 Markus Gelte v. Daimler AG avsnitt 23.1.

⁹⁶ Direktiv 2003/6/EC art. 1 nr. 1 og Kommissjonsdirektiv 2003/124/EC art. 1 nr. 1.

⁹⁷ Case C-19/11 Markus Gelte v. Daimler AG avsnitt 31.

mellomliggende trinn vil kunne utgjøre presis informasjon, så fremt det er rimelig å forvente at trinnet vil komme til å eksistere.⁹⁸

Slik vi ser det bør forutsetningen for at et fremtidig mellomliggende trinn skal kunne utgjøre presis informasjon, være at det foreligger sannsynlighetsovervekt for at det mellomliggende trinnet vil eksistere.⁹⁹ Di Noia og Gargantini fremholder at det fremtidige mellomliggende trinnet også må medføre sannsynlighetsovervekt for det endelige utfallet. utfordringen ved denne fremgangsmåten er imidlertid at utstedere blir nødt til å beregne sannsynligheten for en sannsynlighet. Som Di Noia og Gargantini har påpekt, skaper dette en forvirrende situasjon for markedsdeltakerne.¹⁰⁰ Vi legger Di Noia og Gargantini sin vurdering til grunn, men vil i kapittel 3.4.5 også fremlegge et annet alternativ til løsningen.

I oppgavens praktiske anvendelse vil vi fortløpende kategorisere de ulike elementene i hvert trinn som hendelser eller omstendigheter. Eksempelvis vil pågående kontraktsforhandlinger utgjøre omstendigheter, mens inngåelse av en intensjonsavtale vil utgjøre en hendelse. Vår kategorisering synes å være i samsvar med Vantoruzzo og Picciau sine uttalelser.¹⁰¹

3.3.6 Reno Norden-avgjørelsen

Norske rettskilder må tillegges begrenset vekt ved tolkningen av EØS-rett,¹⁰² vi ønsker likevel å redegjøre for Høyesteretts vurdering i RenoNorden-saken.¹⁰³ Årsaken er at vi forventer at norske markedsdeltakere retter seg etter avgjørelsen, særlig ettersom Norges finanstilsyn legger Høyesteretts løsning til grunn.¹⁰⁴ Dommen vil dermed ha praktisk implikasjon i Norge. RenoNorden er basert på den nå opphevede vphl §3-2 som gjennomførte definisjonen av innsideinformasjon i MAD.

⁹⁸ Case C-19/11 Markus Geltr v. Daimler AG avsnitt 38.

⁹⁹ Ordlyden «rimelig å forvente» behandles i kapittel 3.3.5.

¹⁰⁰ Di Noia (2012) s. 498.

¹⁰¹ Se kapittel 3.2.2.

¹⁰² Se kapittel 2.3.2.

¹⁰³ HR-2022-695-A (RenoNorden).

¹⁰⁴ Finanstilsynet (2022).

Høyesterett tok stilling til hvilken grad av sannsynlighet som må foreligge for at fremtidige «omstendigheter» skal kunne utgjøre innsideinformasjon.¹⁰⁵

Høyesterett uttalte «At en omstendighet «kan ventes å inntreffe», forstår jeg slik at det ikke nødvendigvis er sannsynlighetsovervekt for at omstendigheten vil inntre.».¹⁰⁶ Høyesterett åpner altså opp for at én omstendighet kan vurderes som presis informasjon, så fremt den «kan ventes å inntreffe». Dette er i strid med vårt syn på gjeldende rett.¹⁰⁷

Høyesterett uttaler videre at «hvorvidt formuleringen «med rimelighet» har noen selvstendig betydning, er heller ikke klart».¹⁰⁸ Høyesterett mente at ordlyden iallfall ikke kunne tolkes dit at det kreves høyere grad av sannsynlighet enn om «kan ventes å inntreffe» sto alene. Dette kan etter vår mening virke som en unaturlig fremstilling.

Rimelighet betyr at noe synes fornuftig, passende og berettiget i en bestemt situasjon. Av ordlyden kreves det således at opplysningene gjør det fornuftig å trekke en slutning om hvorvidt hendelsen eller omstendighetene kan komme til å eksistere. Ordlyden «kan ventes å inntreffe» viser til at det må finnes holdepunkter som kan trekke i denne retningen. Det kan imidlertid argumenteres for at den ikke åpner for en fornuftig vurdering av disse holdepunktene.

EU-domstolen behandlet formuleringen «may reasonably» sammen med «be expected to come into existence or occur» i Daimler/Geltl. Dette tyder på at «med rimelighet» har en selvstendig betydning. I juridisk teori har det blitt vektlagt at MAD-rammeverket begrenset presisjonsvilkåret til en rasjonell vurdering. Som nevnt, skal dette sikre at subjektive prognoser basert på det daværende informasjonsgrunnlaget kan være innenfor regelverket til tross for at de i ettertid viser seg å være feilaktige.¹⁰⁹

Videre legger Høyesterett vekt på formuleringen «likely», «sannsynligvis» på norsk, i fornuftig investor-testen.¹¹⁰ Høyesterett uttalte at dersom det var ment å

¹⁰⁵ HR-2022-695-A (RenoNorden) avsnitt 44.

¹⁰⁶ HR-2022-695-A (RenoNorden) avsnitt 49.

¹⁰⁷ Se kapittel 3.2.2.

¹⁰⁸ HR-2022-695-A (RenoNorden) i avsnitt 49.

¹⁰⁹ Di Noia (2012) s. 497.

¹¹⁰ Formuleringen er identisk i MAR art. 7.4 første punktum.

«oppstille et krav om sannsynlighetsovervekt i presisjonsvilkåret, ville det ha vært nærliggende å benytte samme formulering».¹¹¹ Vi er enig i at ordlyden «likely» i fornuftig-investor testen skal forstås som et krav til sannsynlighetsovervekt. Etter vår mening, utelukker imidlertid ikke dette et krav til sannsynlighetsovervekt i eksistenskriteriet.

Det neste Høyesterett gjennomgår er betydningen av «realistic prospect».¹¹² Høyesterett oppfattet «realistisk mulighet» som at det stilles krav til konkrete holdepunkter for at de aktuelle omstendigheter vil inntre, «men at det ikke behøver å være mer sannsynlig at omstendigheten vil inntre enn at den ikke vil det». Som nevnt i foregående kapittel, anser vi formuleringen som et krav til sannsynlighetsovervekt.¹¹³

Høyesterett legger også vekt på de hensyn EU-domstolen og regelverket skal ivareta.¹¹⁴ Høyesterett vurderer hensynet til å få frem all kursrelevant informasjon mot hensynet til å skjerme markedet fra irrelevant informasjon. Domstolen anfører videre at fornuftig investor-testen vil ivareta sistnevnte hensyn og at sannsynlighetskravet i eksistenskriteriet ikke trenger å være høyere enn «opp mot 50%».¹¹⁵ Til tross for at RenoNorden gjelder en privatrettslig tvist må Høyesterett være oppmerksomme på at deres tolkning også skal holde i straffesaker. EUs legalitetsprinsipp legger begrensninger på hvor stort innslag av formålsbasert tolkning en kan legge til grunn i straffesaker.¹¹⁶ Bergo har kritisert Høyesterett for sin formålsbaserte tolkning da han hevder at den går lengre enn EU-domstolen selv gjorde i Daimler/Geltl. Videre hevder han at Høyesterett har brukt formålsbasert tolkning feil ettersom den i EU retten hovedsakelig brukes til å underbygge svaret ved tekstuell tolkning.¹¹⁷

Vår tolkning om et krav til sannsynlighetsovervekt avhjelper risikoen for information overload og reduserer foretakenes kostnader tilknyttet vurderingen. Følgelig støttes tolkningen vår av gjeldende retts hensyn til å skjerme markedet

¹¹¹ HR-2022-695-A (RenoNorden) avsnitt 50.

¹¹² Ibid. avsnitt 54-55.

¹¹³ Se kapittel 3.3.4.

¹¹⁴ HR-2022-695-A (RenoNorden) avsnitt 58-59.

¹¹⁵ Ibid. avsnitt 59.

¹¹⁶ Se kapittel 2.3.4.

¹¹⁷ Bergo (2022b) s. 12.

mot irrelevant informasjon.¹¹⁸ Tolkningen skaper en enklere situasjon for markedsdeltakere der de kun må vurdere hvorvidt noe er mer sannsynlig enn ikke. Høyesteretts løsning fremsetter etter vår mening en svært krevende vurdering for markedsdeltakere. Vi anfører derfor at vår tolkning bidrar til økt rettssikkerhet.

Slik vi ser det nedfeller dommen en feilaktig og unyansert anvendelse av eksistenskriteriet. Høyesterett tolker ordlyden «en eller flere omstendigheter» uten å vurdere eller påpeke om feiloversettelsen kan medføre en utvidet anvendelse av innsideinformasjonsbegrepet under MAR. Vi erkjenner dog Høyesteretts begrensede handlerom som følge av at de tolket norsk lovtekst fremfor en forordning.¹¹⁹ Det er også en svakhet at Høyesterett ikke ilegger rimelighetsvurderingen en selvstendig betydning ettersom den etter vår mening er essensiell i vurderingen av eksistenskriteriet. Høyesterett har heller ikke tatt høyde for de ulike situasjoner der presisjonsvilkåret må anvendes. Løsningen egner seg blant annet dårlig ved vurdering av sannsynlighet for sannsynlighet i mellomliggende trinn.¹²⁰ I slike tilfeller kan presisjonsvilkåret oppfylles på et svært tidlig tidspunkt.

3.4 Spesifikasjonskriteriet

3.4.1 Generelt om kriteriet

Spesifikasjonskriteriet er det andre kriteriet utledet av presisjonsvilkåret i MAR art. 7 nr. 2. Bestemmelsen slår fast at opplysningen må være «specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices». Oversatt til norsk handler spesifikasjonskriteriet altså om at opplysningene må være «tilstrekkelig spesifikke» til at det er mulig å trekke en slutting om «den mulige påvirkningen» informasjonen kan ha på kursen til det finansielle instrumentet eller kursen på det tilknyttede finansielle derivatet.

Formuleringen «possible effect» indikerer at informasjon er spesifikk når det er mulig å si noe om en mulig effekt. Lafonta-avgjørelsen er basert på MAD og

¹¹⁸ Se kapittel 2.3.3.

¹¹⁹ Se kapittel 2.2.1.

¹²⁰ Se kapittel 3.3.5.

fastslo at det ikke er nødvendig å vite noe om retningen på en forventet prisendring for å oppfylle spesifikasjonskriteriet.¹²¹ Det er likevel interessert å undersøke hva spesifikasjonskriteriets funksjon er, og hvordan kriteriet tar sikte på å identifisere informasjon av «presis karakter». Som vi skal gjennomgå i kommende kapitler, har vi konstatert at CESRs veiledende uttalelser om spesifikasjonskriteriet fremdeles kan illegges vekt. Dette er fordi etterfølgende rettskilder etter vårt syn ikke er i strid med uttalelsene.

3.4.2 Spesifikasjonskriteriet basert på CESRs uttalelser

I juli 2007 publiserte CESR sin Level 3 veiledning om markedsmissbrukdirektivet.¹²² Her uttalte CESR at en opplysning er tilstrekkelig spesifikk når den tillater en «fornuftig investor» å utføre investeringsbeslutninger uten eller med svært lav risiko, eller dersom opplysningen sannsynligvis vil bli utnyttet umiddelbart på markedet.¹²³

Veiledningens første forutsetning åpner således opp for en diskusjon om hva som ligger i formuleringen «fornuftig investor». Av MARs fortale punkt 14, som viderefører implementeringsdirektivets fortale punkt 1,¹²⁴ fremgår det at en «fornuftig investor» baserer sin investeringsbeslutning på informasjon som allerede er tilgjengelig for dem. Den tilgjengelige ex ante informasjonen må følgelig legges til grunn ved vurdering av hvorvidt en fornuftig investor vil anvende opplysningen som grunnlag for sin investeringsaktivitet. CESR har også uttalt at en fornuftig investor er en person som tenker og oppfører seg på en rasjonell måte.¹²⁵

I MAR anvendes begrepet «fornuftig investor» i art. 7 nr. 4 om kurspåvirkningsvilkåret. Dette er en videreføring av implementeringsdirektivets art. 1 nr. 2.¹²⁶ Vurderingen av fornuftig investor er kjent som fornuftig investortesten og utgjør en vurdering som er uavhengig av presisjonsvurderingen. Dette

¹²¹ Case C-628/13 Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers avsnitt 38.

¹²² CESR/06-562b.

¹²³ Ibid. avsnitt 1.8.

¹²⁴ Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC.

¹²⁵ CESR/02-089d s. 10 se fotnote 1.

¹²⁶ Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC art. 1 nr. 2.

ble fastslått av EU-domstolen i Daimler/Geltl-avgjørelsen.¹²⁷ Det kan derfor virke forvirrende at CESR anvendte begrepet i forbindelse med spesifikasjonskriteriet.

I CESRs tidligere veiledning om gjennomføringstiltak tilknyttet MAD fra desember 2002, erkjennes det at presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret «are very much linked to each other and that the characteristics of each condition may play an intensifying role on the occurrence of the other.».¹²⁸ CESR mente imidlertid at det er mulig å identifisere separate faktorer for å avdekke om det er snakk om presisjonsvilkåret eller kurspåvirkningsvilkåret. Hvilke faktorer CESR viser til er dog ikke spesifisert.¹²⁹

Den andre forutsetningen fra CESRs 2007 veiledning er at opplysningen sannsynligvis vil bli utnyttet umiddelbart på markedet.¹³⁰ Finansielle instrumenter kan være utformet forskjellig, følgelig kan tidspunktet for når informasjon kan utnyttes på markedet avhenge av type instrument. Vi vil differensiere mellom aksjer og finansielle derivater grundigere i neste kapittel, 3.4.3.

Oppsummert fremsetter CESR at spesifikasjonskriteriets subjekt er den fornuftige investor, men det gis begrenset veiledning om spesifikasjonskriteriets funksjon. Det første spørsmålet blir følgelig om CESRs bruk av «fornuftig investor» fremdeles innehar en veiledende verdi under MAR, og i så fall om det finnes en forskjell mellom ordlyden «fornuftig investor» og fornuftig investor-testen. Ettersom innholdet i både spesifikasjonskriteriet og kurspåvirkningsvilkåret er uendret i overgangen til MAR virker det naturlig å vektlegge CESRs veiledning, særlig med tanke på at ESMA ikke har uttalt seg om emnet.¹³¹ CESRs uttalelser har imidlertid ingen verdi dersom de strider med det EU-domstolen senere har uttalt, som vi viser i kommende kapitler er ikke dette tilfellet. Det andre spørsmålet er hva spesifikasjonskriteriet tar sikte på å oppnå, herunder kriteriets betydning og funksjon.

¹²⁷ Case C-19/11 Markus Gelte v. Daimler AG avsnitt 52.

¹²⁸ CESR/02-089d avsnitt 18.

¹²⁹ I.c.

¹³⁰ CESR/06-562b avsnitt 1.8.

¹³¹ Ventoruzzo (2022) s.268–269.

3.4.3 Gjennomgang av Lafonta-avgjørelsen

I Lafonta-avgjørelsen ble EU-domstolen spurt om spesifikasjonskriteriet skulle tolkes dit at kun informasjon som med en tilstrekkelig grad av sannsynlighet vil kunne påvirke kursen *i en bestemt retning* kan oppfylle kravet til presise opplysninger.¹³² Domstolen presiserer tidlig at vilkårene i definisjonen av innsideinformasjon er «mutually independent»¹³³ med henvisning til Daimler/Geltl-avgjørelsen.¹³⁴ Videre vektlegges Generaladvokatens uttalelse om at det ikke fremgår av ordlyden «presise opplysninger» at bestemmelsen kun omfatter informasjon som gjør det mulig å si noe om retningen kursen sannsynligvis vil ta.¹³⁵

Videre uttalte EU-domstolen følgende om presisjonsvilkåret:

«if the terms used in Article 1(1) of Directive 2003/124 are given their plain and ordinary meaning, it must be held that, for the condition in question to be satisfied, it is enough that the information be *sufficiently exact or specific* to constitute a basis on which to assess whether the set of circumstances or the event in question is likely to have a *significant effect on the price* of the financial instruments to which it relates.» (vår utheving).¹³⁶

Formuleringen «for the condition in question» henviser til spesifikasjonskriteriet, mens resten av setningen henviser til noe som må sies å være en blanding av spesifikasjonskriteriet og kurspåvirkningsvilkåret. Ordlyden «sufficiently exact or specific» tilhører spesifikasjonskriteriet, mens «significant effect on the price» tilhører kurspåvirkningsvilkåret.

I sitt forsøk på å definere spesifikasjonskriteriet anvender EU-domstolen således en formulering som brukes i forbindelse med kurspåvirkningsvilkåret. Lau Hansen har pekt på at dette indikerer en mer kombinert forståelse av kravene i definisjonen av innsideinformasjon. Han fremholder at EU-domstolen betraktet presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret som tett tilknyttet hverandre.

¹³² Case C-628/13 Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers avsnitt 20.

¹³³ Ibid. avsnitt 28.

¹³⁴ Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG avsnitt 52 og 53.

¹³⁵ Case C-628/13 Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers avsnitt 30.

¹³⁶ Ibid. avsnitt 31.

Videre, at definisjonen av innsideinformasjon utgjør en kombinert test der spørsmålet i realiteten er hvorvidt det er sannsynlig at informasjonen vil ha en effekt på kursen.¹³⁷ Vi er enige med Lau Hansens i at uttalelsen viser til en mer kombinert forståelse av presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret, og som vi viser i kapittel 5.2 tyder mye på at disse i praksis blir en kombinert test.

EU-domstolen avslutter avsnitt 31 ved å fastslå at den eneste informasjonen som er unntatt fra begrepet innsideinformasjon, er informasjon som er vag eller generell og som dermed gjør det umulig å trekke en slutning om priseffekten. Sett i sammenheng med avsnittets tidligere henvisning til spesifikasjonskriteriet, viser uttalelsen at det er nettopp spesifikasjonskriteriets funksjon å ekskludere slik vag og generell informasjon.

EU-domstolen uttaler videre at art. 1 nr. 2 i implementeringsdirektiv 2003/124 i likhet med art.1 nr.1 ikke fremsetter krav om at informasjonen skal gjøre det mulig å bestemme retningen for prisendringene.¹³⁸ Her vektlegger domstolen at en fornuftig investor kan anvende opplysninger i sin investeringsbeslutning til tross for at det ikke er mulig å konstatere retningen på prisendringen og dermed oppfylle kravet i implementeringsdirektivets art. 1 nr. 2.

EU-domstolen konkluderer med at det ikke stilles krav til at opplysningen må fastslå hvilken retning prisen vil bevege seg i.¹³⁹ Dette ble blant annet begrunnet i markedets økende kompleksitet og i at investorer derfor kan gjøre «widely differing assessments».¹⁴⁰ Det ble også vist til at en løsning der spesifikasjonskriteriet kun oppfylles når markedsdeltakere kan forutse prisendringens retning vil undergrave formålene om å beskytte EU-markedenes integritet og å øke investorenes tillitt til disse markedene.¹⁴¹

Avgjørelsen har blitt kritisert for at den behandler finansielle instrumenter og derivater under ett. Klöhn har fremhevet at innsideinformasjon må gi insentiv til å handle.¹⁴² Han reiser derfor spørsmål om hvorvidt informasjon som ikke indikerer

¹³⁷ Hansen (2017a) s. 386- 387.

¹³⁸ Case C-628/13 Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers avsnitt 34.

¹³⁹ Ibid. avsnitt 38.

¹⁴⁰ Ibid. avsnitt 36.

¹⁴¹ Ibid. avsnitt 35.

¹⁴² Klöhn (2015) s. 174.

at prisen vil gå opp eller ned kan gi markedsdeltakere et slikt insentiv. Juridisk teori har bemerket at volatilitet, for eksempel fra informasjon knyttet til et mellomliggende trinn, umiddelbart kan utnyttes på derivatmarkedet.¹⁴³ Finansielle derivater vil derfor enkelt kunne oppfylle CESRs uttalelse om umiddelbar utnyttelse på markedet.¹⁴⁴

Når det kommer til aksjer, blir diskusjonen noe annerledes. For at en markedsdeltaker skal kunne nyttiggjøre seg av informasjon gjennom aksjer vil den mulige retningen på prisendringen være relevant. Som nevnt i kapittel 3.4.2, har CESRs påpekt at en fornuftig investor må være i stand til å nyttiggjøre seg av informasjonen uten eller med svært lav risiko for at opplysningen skal kunne kategoriseres som innsideinformasjon.¹⁴⁵ I et tilfelle der prisen kan bevege seg både opp og ned på en merkbar måte, kan risikoen ved kjøp og salg aksjer være relativt høy. På den annen side kan kunnskap om en fremtidig prisendring gi innsidere incentiv til å kvitte seg med det finansielle instrumentet for å redusere risiko. Slik informasjon kan gi markedsdeltakere en utilbørlig fordel selv om retningen på prisendringen ikke er sikker.

3.4.4 Spesifikasjonskriteriets funksjon basert på Lafonta-avgjørelsen

Vi anfører at EU-domstolens uttalelser i Lafonta-avgjørelsen ikke avviker fra det CESR uttalte i sine veiledninger fra 2002 og 2007.¹⁴⁶

EU-domstolen anvendte kun begrepet «fornuftig investor» da den uttalte seg om kurspåvirkningsvilkåret. Den var imidlertid svært nære å anvende begrepet også for spesifikasjonskriteriet da den brukte formuleringen «significant effect on the prices». At vurderingen skal ta utgangspunkt i en «fornuftig investor» virker hensiktsmessig. Det er umulig å ta høyde for all potensiell investoradferd og det er derfor nødvendig å se til en idealadferd ved å fastslå et bestemt subjekt, herunder en fornuftig investor. Slik vi ser det, er forskjellen mellom fornuftig investor-

¹⁴³ Kinander (2022) kap. 3.4.1; Di Noia (2012) s. 500; Hansen (2017b) s. 29.

¹⁴⁴ Se kapittel 3.4.2.

¹⁴⁵ CESR/06-562b avsnitt 1.8.

¹⁴⁶ Henholdsvis CESR/02-089d og CESR/06-562b.

testen i kurspåvirkningsvilkåret, og spesifikasjonsvurderingen ikke subjektet, men spørsmålene som subjektet skal vurdere.

Ettersom spesifikasjonskriteriets subjekt er den fornuftige investoren, er det også naturlig å legge til grunn MARs beskrivelse av en fornuftig investor i fortale punkt 14.¹⁴⁷ Vi anfører derfor at spørsmålet for kurspåvirkningsvilkåret er om kurspåvirkningen er «merkbar nok» til at en fornuftig investor vil anvende den. For spesifikasjonskriteriet er spørsmålet hvorvidt informasjonen er «spesifikk nok» til at en fornuftig investor kan trekke en slutning om priseffekten og derfor ha insentiv til å anvende informasjonen.

På slik måte skal spesifikasjonskriteriet ekskludere vag og generell informasjon som gjør det umulig å si noe om den potensielle priseffekten.

Spesifikasjonskriteriet kan blant annet ekskludere opplysninger som oppfyller eksistenskriteriet, men som likevel er for generell og vag til at en fornuftig investor vil basere sin investeringsbeslutning på den. Dette kan eksempelvis være et inntruffet mellomliggende trinn tidlig i en oppkjøpsprosess.

Dermed er både spesifikasjonskriteriet og kurspåvirkningsvilkåret tett tilknyttet den potensielle kurseffekten. Det virker imidlertid som at spesifikasjonsvurderingen gjennomføres før det er nødvendig å ta stilling til om kurspåvirkningen er merkbar nok. Det virker lite hensiktsmessig å vurdere størrelsen på en potensiell påvirkning, uten først å ha konstatert at informasjonen ikke er for vag eller generell til at en fornuftig investor faktisk vil anvende den. På slik måte har de to vurderingene en styrkende effekt på hverandre, slik CESR viste til i sin implementeringsveiledning fra 2002.¹⁴⁸

I spørsmålet om retning på priseffekten, må det tas høyde for at investorer kan handle ulike instrumenter. Etter vår mening fremstår det derfor unødvendig å differensiere mellom ulike typer instrumenter for å fastslå hvorvidt spesifikasjonskriteriet er oppfylt. En fornuftig investor vil ha insentiv til å handle så fremt det foreligger en form for forventet avkastning,¹⁴⁹ uavhengig av om avkastningen kommer av aksjer eller derivater. Uten en forventet avkastning vil

¹⁴⁷ Se MAR fortale punkt 14, i kapittel 3.4.2.

¹⁴⁸ Se kapittel 3.4.2.

¹⁴⁹ En form for avkastning kan eksempelvis være å minimere tap.

investoren ikke ha handleinsentiv, følgelig foreligger det heller ikke innsideinformasjon.

Poenget med å anvende en «fornuftig investor» som et utgangspunkt, er å undersøke om denne investoren anser informasjonen som spesifikk nok til å trekke en slutning om den forventede priseffekten. Dersom informasjonen ikke er spesifikk nok til å gi den fornuftige investoren insentiv til å basere sin investeringsaktivitet på den, er spesifikasjonskriteriet ikke oppfylt.

3.4.5 Mellomliggende trinn

MAR art. 7 nr. 2 og nr. 3 om mellomliggende trinn, er en videreføring av det EU-domstolen fastslo i Daimler/Geltl.¹⁵⁰ Det Daimler/Geltl-avgjørelsen ikke gir svar på, er på hvilket tidspunkt en fornuftig investor vil vurdere at et mellomliggende trinn faktisk kan medføre en priseffekt. Tematikken behandles heller ikke i Lafonta-avgjørelsen.

Aspektet om mellomliggende trinn har medført diskusjon i juridisk teori. Di Noia og Gargantini uttalte at det er det endelige utfallet som er meningsfullt for investorer. Dermed er de trinnvise stegene bare relevante dersom de danner grunnlag for å forutse at mulig og mer relevant informasjon kan komme til å foreligge.¹⁵¹ Krause og Brellochs har i en uttalelse om kurspåvirkningsvilkåret, fremhevet at hvorvidt informasjonen anses som prissensitiv av en fornuftig investor avhenger av det konkrete tilfellet. De uttaler at dersom et mellomliggende trinn kun er relevant fordi det kan føre til et bestemt resultat på et senere tidspunkt, vil en fornuftig investor neppe anvende opplysningen som investeringsgrunnlag.¹⁵² Vi påpeker at Krause og Brellochs sin uttalelse om kurspåvirkningsvilkåret i stor grad er lik det Di Noia og Garantini uttaler om presisjonsvilkåret.

Videre hevder Krause og Brellochs at det mellomliggende trinnet også kan utgjøre innsideinformasjon dersom det har betydning uten å ta hensyn til den fremtidige

¹⁵⁰ Se kapittel 3.3.5.

¹⁵¹ Di Noia (2012) s. 498.

¹⁵² Krause (2013) s. 293-294.

hendelsen.¹⁵³ Vi anfører at deler av denne logikken er anvendelig ved tolkning av spesifikasjonskriteriet. Slik vi ser det kan et inntruffet mellomliggende trinn utgjøre presis informasjon uavhengig av sannsynligheten for det endelige utfallet, forutsatt at informasjonen er spesifikk nok til at en fornuftig investor kan trekke en slutning om priseffekten. Denne tolkningen samsvarer med MAR art. 7 nr. 2, om at mellomliggende trinn i seg selv kan anses som presise opplysninger.

Ved anvendelse av spesifikasjonskriteriet i kapittel 5.2, kombinerer vi deler av Di Noia og Gargantini sitt syn med Krause og Brellochs sin logikk. Vi erkjenner at uttalelsen fra Di Noia og Gargantini delvis strider med det som nå er innført i MAR art. 7 nr. 2. Vi utelukker derfor ikke at en fornuftig investor kan være interessert i det mellomliggende trinnet uavhengig av sannsynligheten for utfallet.

¹⁵³ Denne uttalelsen samsvarer med MAR art. 7 nr. 3.

4. Generell gjennomgang oppkjøpsprosesser

4.1 Innledning

Oppkjøps-prosesser kan struktureres på ulike måter, det er likevel mulig å identifisere noen vanlige steg. Tilfeller der kjøper er initiativtaker kan deles inn i to underkategorier, vennlige og fiendtlige oppkjøp. Oppgaven tar kun utgangspunkt i vennlige oppkjøp. I et vennlig oppkjøp vil styret og ledelsen i målselskapet vanligvis være samarbeidsvillige i prosessen.¹⁵⁴

Denne gjennomgangen gir en oversikt over gangen i et oppkjøp og danner grunnlaget for strukturen i kapittel 5.2.

4.2 Selger er initiativtaker

I tilfellene som faller innenfor denne kategorien må selger ta et aktivt valg om hvorvidt deres strategi fremover innebærer å bli kjøpt opp. Dersom selger avgjør at et oppkjøp er ønskelig, ligger en omfattende prosess foran dem. Først må selskapet forberede seg på salget. Dette innebærer gjerne å sette sammen et dedikert «team» som skal forberede og føre salgsprosessen. Teamet kan bestå av representanter fra selskapet, juridisk rådgiver, finansiell rådgiver (investeringsbank) og regnskapskyndig. Disse skal sammen utarbeide en Offering Memorandum som gir et overblikk over selskapet. Formålet med dette dokumentet er å markedsføre målselskapet overfor potensielle kjøpere. I tillegg gir det målselskapet et estimat på egen verdi og lavest aksepterte pris.¹⁵⁵

Neste steg er å identifisere aktuelle kjøpere, ofte ved hjelp av investeringsbanker som har oversikt over markedet.¹⁵⁶ Investeringsbanken kan ta kontakt med potensielle kjøpere på vegne av selger. I slike tilfeller kreves det ofte undertegnelse av en taushetsavtale, også kalt Non-Disclosure Agreement (NDA), før kandidatene får vite hvem selger er.

¹⁵⁴ Moeller (2007) s. 57-58.

¹⁵⁵ Sherman (2018) s. 18-20.

¹⁵⁶ Ibid. s. 23–25.

Selger vil ofte utpeke noen foretrukne motparter, eventuelt gjennomføre en auksjon.¹⁵⁷ Ved én aktuell kandidat er det naturlig å fremsette nevnte Offering Memorandum.¹⁵⁸ Vi anser første kontakt mellom selskapene som forhandlingens start. Dersom det er ønskelig å fortsette forhandlingen er det vanlig å utforme en intensjonsavtale, også kalt letter of intent (LOI). Intensjonsavtalen skal legge føringer for partenes videre forhandlinger. Slike avtalers innhold og omfang kan variere.¹⁵⁹

Intensjonsavtaler, eller liknende midlertidige avtaler, innebærer ofte informasjonsdeling for å gi kjøper mulighet til å gjennomføre en fullstendig due diligence. Etter gjennomført due diligence, forhandler partene med et likere informasjonsgrunnlag og det forventes ingen etterfølgende overraskelser om selskapet som selges.¹⁶⁰ Ofte avklares det med styret hvorvidt de vil anbefale et fastsatt bud¹⁶¹ i forkant av fremsettelsen.¹⁶² Slike bud er gjerne betinget av styrets anbefaling og eventuelle godkjenninger av tredjeparter.¹⁶³

4.3 Kjøper er initiativtaker

En kjøpers avgjørelse om å kjøpe et annet selskap er som regel begrunnet i kjøperens egen strategi. Kjøper må sette sammen et team med tilsvarende medlemmer som nevnt i foregående kapittel om selger som initiativtaker.¹⁶⁴ Videre vil kjøper, eller innleid investeringsbank, utforme en liste over mulige målselskaper. Kjøper har ofte spesifikke kriterier for kandidatene, eventuelt har de utpekt et spesifikt selskap.¹⁶⁵

Normalt gjennomføres det forenklet due diligence og en verdsettelse basert på offentlig tilgjengelig informasjon om prefererte målselskaper.¹⁶⁶ Deretter kontaktes kandidaten(e) og det avklares hvorvidt oppkjøpet avsluttes eller

¹⁵⁷ Miller Jr. (2008) s. 40.

¹⁵⁸ Sherman (2018) s. 18-19.

¹⁵⁹ Miller Jr. (2008) s. 43.

¹⁶⁰ Sherman (2018) kap. 5.

¹⁶¹ Frivillig-pliktig tilbud etter verdipapirhandelloven §6-19 eller et pliktig tilbud etter §6-1.

¹⁶² Verdipapirhandelloven §6-16 stadfester at styret skal anbefale tilbudet eller begrunne hvorfor de ikke anbefaler det.

¹⁶³ Sherman (2018) s. 61

¹⁶⁴ Ibid. s. 36.

¹⁶⁵ Ibid. s. 44.

¹⁶⁶ Moeller (2007) s. 56.

fortsetter som et vennlig oppkjøp.¹⁶⁷ Ved fortsatt prosess kan kjøper gjennomføre kjøp av større enkeltposter, både unoterte og noterte, etterfulgt av markedskjøp. Kjøp av aksjer kan presse aksjekursen opp, og kjøpene vil dermed ha innvirkning på tilbudsprisen som etter verdipapirhandelloven §6-10(4) skal være minst like høy som den høyeste prisen avtalt de siste seks måneder. Det kan også være at kjøper venter med å kjøpe aksjer til det er aktuelt å fremme et frivillig-pliktig tilbud på alle utestående aksjer etter vphl. §6-19.¹⁶⁸

Vi anser forhandlingene som startet ved første kontakt. Ved videre forhandlinger er det naturlig å inngå en intensjonsavtale eller liknende midlertidig avtale.¹⁶⁹ Som nevnt i forrige kapittel kan avtalen innebære at målselskapet deler innsideinformasjon for å la kjøper gjennomføre en fullstendig due diligence og verdsettelse basert på informasjonen.¹⁷⁰ Først etter denne verdsettelsen fastsetter kjøper en bestemt makspris, forhandlingene vil videre baseres på mer konkret informasjon. Videre kan kjøperen forsøke å innhente forhåndsaksept fra de største aksjonærene, det vil si en bekreftelse fra disse aksjonærene om at de vil godta tilbudet. Sammen med forhåndsakseptene kan det avtales at aksjonærene skal stemme på en viss måte frem til aksje-overdragelsen.¹⁷¹ Frivillig-pliktige tilbud kan betinges med blant annet aksept fra de største aksjonærene og anbefaling fra målselskapets styre. Dersom et frivillig-pliktig tilbud fremmes, innebærer dette offentliggjøring av informasjonen. Vår oppgave vil derfor ikke strekke seg lengre enn dette.

Frivillig-pliktige tilbud er regulert i verdipapirhandelloven §6-19, og kan fremsettes uavhengig av om kjøper eier aksjer i selskapet fra før. Slike inkluderer gjerne en «fill or kill» betingelse, som innebærer at aksjekjøpene kun vil skje dersom mange nok aksjonærer aksepterer tilbudet. Ofte er betingelsen at kjøper skal ende opp med minst 90% av aksjene i målselskapet slik at de resterende aksjene kan tvangsinnløses i henhold til allmennaksjeloven §4-25(1).

¹⁶⁷ Prosessen kan også fortsettes som et fiendtlig oppkjøp, men dette er utenfor vår avgrensning.

¹⁶⁸ Bugge (2011) s. 229.

¹⁶⁹ Se kapittel 4.2.

¹⁷⁰ Se MAR art. 11 om deling av innsideinformasjon under markedssondering.

¹⁷¹ Børsklagenemnden sak. 1/2019 (Belships).

Alternativt kan kjøper erverve opp til 1/3 av aksjene i selskapet før de må fremme et pliktig tilbud iht. verdipapirhandelloven §6-1, ved pliktig tilbud ansees informasjonen som offentliggjort. Når kjøper bikker denne grensen kan det likevel bli spørsmål om hvorvidt de velger å benytte seg av muligheten til nedsalg fremfor å fremme tilbud.¹⁷² Kjøp av aksjer i målselskapet kan medføre flaggeplikt, slike flagginger kan tolkes av markedet som indikasjon på et kommende oppkjøp. Markedets forventninger ligger imidlertid utenfor oppgavens avgrensning.

4.4 Generelt om prismekanismer i oppkjøpsprosessen

Prisene i aksjemarkedet er ment å reflektere all tilgjengelig informasjon vedrørende aksjene, samt den tilhørende risikoen. Markedet priser altså inn informasjonens usikkerhet, eksempelvis sannsynligheten for at et oppkjøp gjennomføres.¹⁷³ Aksjekursen til et børsnotert selskap viser prisen per aksje og tar følgende utgangspunkt i prisen for kjøp av mindre aksjeposter. Den totale verdien av aksjene kalkuleres ved å multiplisere aksjeprisen med selskapets totale antall utestående aksjer, dette kalles «Market Cap». Dermed vil market cap reflektere verdien av et stort antall minoritetsposter i selskapet, ikke nødvendigvis totalverdien av selskapet ved sentralisert eierskap. Det er flere forhold som kan påvirke aksjekursen i en oppkjøpssituasjon. Vi deler disse inn i to kategorier; *budpremie og etterspørsel*.¹⁷⁴

En budpremie består av informasjonsverdiens- og kontrollpremiens samlede verdi. Informasjonsverdi oppstår når kjøper besitter, eller er antatt å besitte, opplysninger om at målselskapet er underpriset. Kontrollpremien er verdien av at kontroll i selskapet gir mulighet til å implementere en mer verdiskapende strategi, herunder å utnytte synergieffekter ved å kombinere kjøpers og målselskapets ressurser.¹⁷⁵ Synergieffektene medfører at kjøper kan ha en høyere betalingsvilje enn gjeldende aksjekurs. Dersom markedet forventer et oppkjøp legges det ofte til grunn at en budpremie vil foreligge. I slike tilfeller kan markedet prise aksjen høyere for å få en andel av den ekstra verdien som kommer av budpremien. I

¹⁷² Verdipapirhandelloven §6-9.

¹⁷³ AksjeNorge (u.å.).

¹⁷⁴ Rydning (2016) s. 416.

¹⁷⁵ I.c.

oppkjøp på Oslo Børs har budpremien historisk vært på 20-30% eller mer.¹⁷⁶

Oppkjøper har dermed insentiv til å erverve flest mulig aksjer før det utvikles en markedsforventning og før oppkjøpet offentliggjøres.

Etterspørselens effekt viser seg når oppkjøper erverver et betydelig antall aksjer i forkant av offentliggjøring, dette gjøres ofte innenfor en kort tidsperiode.¹⁷⁷ I tråd med vanlige markedsmekanismer, vil en økt etterspørsel, uten en tilsvarende økning av tilbudet, medføre at aksjeprisen øker.¹⁷⁸ Oppkjøper vil derfor betale en dyrere pris etter hvert som de kjøper flere aksjer.

Det er også andre forhold som kan påvirke prisen i en oppkjøpssituasjon.

Eksempelvis kan oppkjøperen i seg selv ha innvirkning på markedets reaksjon. En ny storaksjonær med omfattende bransjekunnskap kan forventes å tilføre målselskapet betydelig verdi. På samme vis kan markedet respondere dårlig på investorer med negativt rykte, dette kan motvirke økningen i etterspørsel med tilsvarende eller høyere økning i tilbudet.

¹⁷⁶ Bergo (2021) s. 361.

¹⁷⁷ Se kapittel 4.3.

¹⁷⁸ Gale (1955) s. 37.

5. Anvendelse av presisjonsvilkåret i oppkjøpsprosesser

5.1 Momenter i vurderingen av presisjonsvilkåret

5.1.1 Innledning

Presisjonsvurderingen må gjennomføres ved en helhetlig tilnærming, ettersom det er umulig for utstedere å gjennomføre en sannsynlighetsberegning uten kjennskap til alle mulige utfall. Derfor har vi i anvendelsen av presisjonsvilkåret, sett oss nødt til å operasjonalisere eksistens- og spesifikasjonskriteriet ved hjelp av ulike momenter. Momentene er i stor grad utledet av Oslo Børs sin tidligere behandling av innsideinformasjonsbegrepet. Formålet ved dette er å gi noen faste holdepunkter som samsvarer med de vurderingene som relevante institusjoner gjennomfører i praksis. Dermed får oppgaven praktisk nytteverdi og kan brukes som et rammeverk i utstederes vurdering av presisjonsvilkåret. Oppkjøp kan dog være svært forskjellige og vi presiserer at listen over momenter ikke er uttømmende.

Vi anser momentene i de kommende kapitler som omstendigheter. De må dermed inngå i et komplett sett av omstendigheter som gir verdifull informasjon, for å oppfylle presisjonsvilkåret. Unntaksvis vil delkapittelet 5.1.2 anses som en hendelse dersom det er enighet om vesentlige punkter i avtalen.

5.1.2 Vesentlige punkter i avtalen

I vurderingen av hvorvidt informasjon om et oppkjøp er av «presis karakter», kan avklarte og uavklarte punkter i avtalen og deres betydning tillegges vekt. Noen av de mest vesentlige punktene er pris, oppgjørsform og tidspunkt for oppfyllelse. CESR har uttalt at informasjonen ikke trenger å være omfattende for å anses presis.¹⁷⁹ Videre uttales det at pris ikke behøver å være avklart for at utarbeidelse av oppkjøpstilbudet anses som presise opplysninger.¹⁸⁰

¹⁷⁹ Se kapittel 3.2.1.

¹⁸⁰ CESR/06-562b avsnitt 1.7.

Dette støttes av Børsstyret som i Fast Search-saken vurderte presisjonsvilkåret som oppfylt til tross det ikke var innledet reelle forhandlinger.¹⁸¹ Oslo Børs anser reelle forhandlinger å gjelde blant annet pris, forbehold om styreanbefaling, forhåndsaksept fra store aksjonærgrupper og eksterne parters godkjenning.¹⁸² I Navamedic-saken la Oslo Børs disiplinærkomité til grunn at avtalefestede forbehold som avhenger av ekstern part, må vurderes som «så usikker» at det ikke er rimelig å anta avtalen blir en realitet.¹⁸³

Pris og liknende vesentlige punkter må likevel anerkjennes som betydelige momenter, eksempelvis kan uenighet om pris medføre brudd i forhandlingene. Dersom prisen er avklart er det naturlig å fastslå at et endelig oppkjøp er mer sannsynlig enn ikke. En avtalt pris reflekterer en ny verdsettelse av selskapet, dette er informasjon som en fornuftig investor har interesse av.

5.1.3 Erfaring

Det neste momentet vi ønsker å gjennomgå er partenes tidligere erfaring. Ved rimelighetsvurderingen i eksistenskriteriet er det naturlig å anta at partenes tidligere erfaringer og observasjoner vil påvirke deres subjektive vurdering. I praksis gjennomføres rimelighetsvurderingen av fysiske personer med ulike erfaringer. Dersom de involverte har opplevd mislykkede oppkjøpsforsøk vil dette kunne påvirke deres vurdering, det samme gjelder i motsatt fall der de involverte har opplevd vellykkede oppkjøp. Erfaring utgjør dermed en del av det informasjonsgrunnlaget utstederen baserer sin rimelighetsvurdering på.

Oslo Børs vurderte momentet i både Intex-saken, som omhandlet en samarbeidsavtale, og i Navamedic-saken som handlet om en distribusjonsavtale. Både Intex og Navamedic anførte at deres tidligere mislykkede forsøk på kontraktsinngåelse måtte vektlegges i rimelighetsvurderingen. Intex fikk medhold av børsen basert på sine mange forsøk med ulike motparter i samme bransje og geografiske marked.¹⁸⁴ Navamedic fikk derimot ikke medhold da de ikke uttrykkelig hadde fremlagt hvorfor det var usikkerhet rundt endelig

¹⁸¹ Oslo Børs (2008) s.47 (Fast Search).

¹⁸² Oslo Børs (2008) s. 74 (Global Geo Services).

¹⁸³ Oslo Børs (2020) s. 67 (Navamedic).

¹⁸⁴ Børsklagenemnden- sak 1/2013 s. 29 (Intex).

avtaleinngåelse. Børsen vektla heller ikke at Navamedics bransje bar preg av usikre forhandlinger.

Av børsens tolkning virker det som at tidligere erfaring har en betydning så fremt selskapet er i stand til å bevise at de aktiviteter og forhold som forelå var preget av sterk usikkerhet knyttet til om avtalen faktisk ville inngås. Dersom det ikke foreligger slike konkrete forhold, er det ikke grunnlag for å anføre at det ikke forelå en realistisk mulighet utelukkende basert på erfaring. Hvorvidt et selskaps erfaring er av betydning, og i hvilken grad momentet skal vektlegges, avhenger derfor av den konkrete sak.

Børsen tok ikke stilling til positive erfaringer i utsteders rimelighetsvurdering. Etter vår mening er det naturlig å anta at slike erfaringer bør vektlegges i vurderingen. Positiv erfaring tilsier at selskapet er godt rustet til å gjennomføre avtaler. Dette kan blant annet skyldes kompetente ansatte med omfattende erfaring på området. I slike tilfeller kan det tenkes at sannsynligheten for at avtalen inngås øker.

5.1.4 Forhandlingsprosessens lengde og partenes velvilje

Et annet moment i presisjonsvurderingen er hvordan partene har innrettet seg i forhandlingsprosessen. Dette kan vise seg i forhandlingenes lengde, forankring og velvilje.

Informasjon om positive tilbakemeldinger og produktive møter kan ha innvirkning på både sannsynligheten for en endelig avtale og informasjonens priseffekt. I Intex-saken anførte børsstyret at «intensjon og god vilje», etter en konkret vurdering, kan vektlegges i rimelighetsvurderingen. Dette samarbeidsønsket ble derimot ikke vektlagt av børsklagenemnden.¹⁸⁵ Slik vi ser det kan styrets involvering være et annet eksempel på velvilje, ettersom det viser forankring på et høyere nivå.¹⁸⁶ Vi vurderer det slik at velvilje alene, ikke utgjør presis informasjon. Momentet kan likevel ha en støttende effekt når det sees i lys av andre momenter.

¹⁸⁵ Børsklagenemnden – sak 1/2013 s. 4 (Intex).

¹⁸⁶ Allmennaksjeloven §16-14.

En lengre forhandlingsprosess kan tolkes på flere måter. På et vis kan en lang prosess indikere at partene i stor grad er uenige om punkter i avtalen. På en annen side kan det faktum at forhandlingene ikke er brutt indikere at partene er villige til å strekke seg for å inngå en avtale. Hvilket av alternativene som passer må vurderes i hvert konkrete tilfelle. I Fast Search-saken la børsen til grunn at partenes lange forhandlinger innebar at de var langt i prosessen. Det forelå her ingen informasjon som tilsa store hindringer for rask avtaleinngåelse. Derfor legger vi til grunn at lengre forhandlinger ansees å øke sannsynligheten for en endelig avtale, så fremt det ikke har vært stor uenighet i forhandlingene. Børsstyret vurderte også at partenes tidligere kontraktsinngåelser og gode relasjon, medførte høyere sannsynlighet for en endelig avtale.

5.1.5 Alternative utfall

For å fastslå hvorvidt et oppkjøp vil gjennomføres, kan informasjon om hvem som er partene i transaksjonen vektlegges. Opplysninger om hvorvidt et selskap vurderer ulike oppkjøpskandidater kan likevel være av interesse for markedet. Dette kan begrunnes i at et selskaps oppkjøps- eller salgssønske, kan anses som et signal om nåværende og fremtidig posisjon. Eksempelvis kan et oppkjøp signalisere en vekststrategi i nåværende marked eller inntreden i et nytt marked. Slike nyheter har stor verdi i markedet.

Størrelsesforholdet mellom kjøper og selger har også betydning for presisjonsvurderingen. En kjøper med betydelige ressurser sammenliknet med målselskapets verdi, kan eksempelvis ha mer å tilby målselskapet i forhandlingene. Det kan derfor tenkes en høyere sannsynlighet for et endelig oppkjøp.

Også formålene bak oppkjøpsønsket kan være av interesse. Når oppkjøpsønsket er basert på klare og detaljerte behov, kan det tenkes at antall alternative motparter er få. For å realisere ønskene, er selskapet derfor nødt til å strekke seg lenger i forhandlingene. Dette kan øke sannsynligheten for et endelig oppkjøp i tillegg til at informasjonen anses mer spesifikk.

CESR har fastslått at informasjon om alternative utfall kan utgjøre presis informasjon. Dette ble eksemplifisert ved en oppkjøper som vurderer å legge inn

bud på et av flere alternative kandidater.¹⁸⁷ Det kan også tenkes at selskapene ikke har avklart hva forhandlingenes målsetning er. I Fast Search-saken vurderte børsstyret at informasjonen kan ansees presis selv om det ikke var fastsatt hvorvidt motpart ville legge inn bud på selskapet eller om partene skulle inngå en annen form for samarbeid.¹⁸⁸

Ventoruzzo og Picciau deler synet til CESR og børsstyret. De fremholder at informasjon vedrørende alternative hendelser med liknende utfall kan utgjøre presise opplysninger så lenge det er sannsynlig at ett av de alternative hendelsene vil inntreffe. Eksempelvis en enkelt transaksjon som kan bli strukturert på to ulike måter.¹⁸⁹ Vi bemerker oss at det kun nevnes hendelser, ikke omstendigheter, utfra forskjellen på begrepene anser vi dette som en naturlig utelatelse. Det legges dermed til grunn at informasjon tilknyttet alternative utfall og transaksjonsmotparter, kan utgjøre presise opplysninger. Vi anfører likevel at informasjon om færre alternative utfall må anses mer spesifikk.

5.1.6 M&A Bølger

Markedet for oppkjøp (og fusjoner) vokser i sykluser, både i antall oppkjøp og verdsettelsen av selskapene som blir solgt. Dette medfører perioder med mye aktivitet og høyere verdsettelser og perioder med lite aktivitet og lavere verdsettelser.¹⁹⁰ M&A bølger avhenger ofte av makroøkonomiske forhold og følger således lave renter. Slike perioder innebærer lettere og billigere tilgang på finansiering, ofte etter resesjon i økonomien.¹⁹¹ Altså kan oppkjøp finansieres ved rimeligere lån og dermed medføre at kjøper har en høyere betalingsvilje i forhandlingene. Lavere kapitalkostnader fører til høyere investeringsvilje.¹⁹²

De lave kapitalkostnadene kan også medføre høyere verdsettelser i aksjemarkedet. Når kjøper har høy aksjekurs er det mer attraktivt å gjennomføre deler av betalingen i aksjer ettersom de kan tilby færre aksjer for samme verdi. Følgelig kan kjøper ha en høyere betalingsvilje i forhandlingene. Dette forutsetter at

¹⁸⁷ CESR/06-562b avsnitt 1.7.

¹⁸⁸ Oslo Børs (2008) s.47 (Fast Search).

¹⁸⁹ Ventoruzzo (2022) s. 277.

¹⁹⁰ McGrath (2011) s. 5.

¹⁹¹ Gregoriou (2007) s. 1.

¹⁹² Tennant (2021).

målselskapets aksjepris ikke har hatt en høyere verdiøkning.¹⁹³ I et marked med høy investeringsvilje kan det også legges til grunn at selgere lettere finner en villig oppkjøper.

Finansieringen er avgjørende for at et oppkjøp kan gjennomføres.¹⁹⁴ På bakgrunn av det ovennevnte utleder vi at det under en M&A-bølge vil være enklere å finansiere oppkjøp, dermed legger vi til grunn en høyere sannsynlighet for at et endelig oppkjøp gjennomføres.

5.2 Presisjonsvilkåret og fasene i et oppkjøp

5.2.1 Innledning

I denne delen av oppgaven anvender vi presisjonsvilkåret i de ulike oppkjøpsfasene. Vi kategoriserer fasene i et oppkjøp som mellomliggende trinn i en flerleddet prosess og anvender følgelig MAR art. 7 nr. 2. I hvert trinn anvender vi momentene fra kapittel 5.1, og utpeker hvilke forhold i trinnet som anses å være hendelser eller omstendigheter. Det endelige oppkjøpet anses som en hendelse. Vi legger til grunn en sannsynlighetsovervekt-modell og en fornuftig investors vurdering av informasjonens spesifisitet.¹⁹⁵

Eksistenskriteriet er oppfylt når hendelsen eller omstendighetene eksisterer, eller når det er sannsynlig at disse vil komme til å eksistere. Spesifikasjonskriteriet er oppfylt når informasjonen er spesifikk nok til at en fornuftig investor kan trekke en slutning om priseffekten. I tillegg må informasjonen være spesifikk nok til at den fornuftige investoren har insentiv til å handle basert på den. Begge kriteriene må være oppfylt for at informasjonen anses presis.

Vår gjennomgang tar utgangspunkt i mellomliggende trinn når det har inntruffet, i praksis betyr dette at eksistenskriteriet for det inntrufne trinnet er oppfylt. Dermed må vurderingen i stor grad baseres på spesifikasjonskriteriet. Vi anfører at spesifikasjonskriteriet kan oppfylles på to ulike måter.

¹⁹³ Sudarsanam (2010) s. 31.

¹⁹⁴ Speechely (2008) s. 36.

¹⁹⁵ Henholdsvis kapittel 3.3.4 og 3.4.4.

Først kan kriteriet oppfylles når det inntrufne mellomliggende trinnet medfører sannsynlighetsovervekt for det endelige oppkjøpet. Årsaken er at en fornuftig investor som regel kun er interessert i det endelige utfallet.¹⁹⁶ Vi har lagt til grunn at informasjon om et sannsynlig oppkjøp normalt er egnet til å medføre en priseffekt.¹⁹⁷ Når oppkjøpet er sannsynlig, er den fornuftige investoren altså i stand til å trekke en slutning om informasjonens priseffekt. Altså vil denne spesifikasjonsvurderingen avhenge av hvorvidt det endelige oppkjøpet oppfyller eksistenskriteriet. Her ser vi at det ikke kan trekkes en slutning om priseffekten uten å også avdekke at informasjonen har kurspåvirkningspotensiale. Dette indikerer at spesifikasjonskriteriet og kurspåvirkningsvilkåret overlapper hverandre i praksis.

Den andre muligheten for oppfyllelse foreligger når det inntrufne mellomliggende trinnet inneholder spesifikk informasjon, som er interessant for en fornuftig investor uavhengig av sannsynligheten for oppkjøpet.

I tillegg til de to ovennevnte vurderingene, må utstedere gjennomføre en løpende vurdering av presisjonsvilkåret for de fremtidige mellomliggende trinnene. Utstedere må da vurdere om det inntrufne mellomliggende trinnet medfører sannsynlighetsovervekt for det fremtidige trinnet, samt om det fremtidige trinnet oppfyller spesifikasjonskriteriet. Vi kommenterer kun presisjonsvurderingen for fremtidige mellomliggende trinn der det fremtidige trinnet vanligvis oppfyller presisjonsvilkåret. På dette tidspunktet kan det foreligge presis informasjon allerede i det inntrufne trinnet.

Oppgaven skal kun identifisere når presisjonsvilkåret er oppfylt og vil ikke behandle den videre oppkjøpsprosessen, eller påbuds- og forbudsbestemmelsene som kan tre i kraft. I de kommende kapitlene vil vi derfor analysere følgende trinn: 1) Beslutning om at et oppkjøp er ønsket, 2) Forberedende arbeid, 3) Identifikasjon av potensielle kandidater, 4) Kontakt med potensielle kandidater, 5) Forhandling om- og inngåelse intensjonsavtale og 6) Due Diligence og

¹⁹⁶ Se kapittel 3.4.5.

¹⁹⁷ Se kapittel 1.2.

verdsettelse. Vi vil i likhet med utstedere foreta en løpende vurdering av trinnene i kronologisk rekkefølge.

5.2.2 Trinn 1- Beslutning om at et oppkjøp er ønsket

Det første mellomliggende trinnet har inntruffet og presisjonsvilkåret kan derfor oppfylles på to forskjellige måter. Den første muligheten er at trinn 1 medfører sannsynlighetsovervekt for det endelige oppkjøpet. Informasjonen er i så fall spesifikk nok til at en fornuftig investor kan si noe om priseffekten. Den andre måten er at trinn 1 gjør det mulig for en fornuftig investor å si noe om den forventede priseffekten, uavhengig av sannsynligheten for det endelige oppkjøpet.

Vi starter med den første muligheten. Selskapet har besluttet at det ønsker et oppkjøp, men det gjenstår svært mange viktige elementer i prosessen. Hvorvidt det er ledelsen eller styre som fatter beslutningen, kan ha innvirkning på presisjonsvurderingen. Ledelsen plikter å følge styrets retningslinjer og pålegg, følgelig har styret mer myndighet.¹⁹⁸ Informasjonens presisjonsnivå kan blant annet avhenge av hvor klart formålene med oppkjøpet er. Eksempelvis vil informasjon om et ønsket oppkjøp med mål om å tilegne seg en bestemt patent, være mer spesifikk en informasjon om at oppkjøpet er ønsket basert på selskapets finansielle situasjon. Til tross for at spesifisiteten er ulik, kan det foreligge lik sannsynlighet for det endelige utfallet.

Presisjonsvurderingen kan også avhenge av M&A-Sykluser.¹⁹⁹ I et marked hvor mange er åpne for å kjøpe og selge, kan en legge til grunn at det allerede ved beslutningen er mer sannsynlig at et oppkjøp faktisk vil gjennomføres. Dette vil naturligvis avhenge av den konkrete situasjonen.

Forankring i selskapet, formålene ved oppkjøpsønsket og M&A-sykluser er omstendigheter som kan påvirke hendelsen i trinnet. Omstendighetene kan også forenkle eller komplisere prosessen fremover. Dersom omstendighetene utgjør et komplett sett som gir verdifull informasjon om den kommende oppkjøpsprosessen, kan det foreligge presis informasjon. Vi vurderer imidlertid at

¹⁹⁸ Se kapittel 5.1.4.

¹⁹⁹ Se kapittel 5.1.6.

omstendighetene ikke medfører sannsynlighetsovervekt for det endelige utfallet da de er preget av sterk usikkerhet.

Hendelsen i dette trinnet er beslutningen om at et oppkjøp er ønsket. Etter vår mening medfører ikke hendelsen sannsynlighetsovervekt for det endelige oppkjøpet ettersom det ikke er iverksatt noen tiltak for den videre prosessen.

Derfor konkluderer vi med at trinn 1 ikke medfører sannsynlighetsovervekt for oppkjøpet.

Spørsmålet videre er om informasjonen om det inntrufne trinnet likevel er spesifikt nok til at en fornuftig investor kan trekke en slutning om informasjons prisseffekt. Årsakene bak oppkjøpsbeslutningen inneholder viktig informasjon om selskapets nåværende situasjon. Derfor kan det tenkes at fornuftige investorer anser informasjonen som betydningsfull uavhengig av sannsynligheten for det endelige oppkjøpet. Ettersom denne oppgaven kun er interessert i presisjonsvurderingen av oppkjøp, vil ikke de underliggende årsakenes prisseffekt hensyntas. Således kan vi ikke se at denne informasjon gjør det mulig for en fornuftig investor å trekke en slutning om prisseffekten da vi befinner oss svært tidlig i oppkjøpsprosessen og mye er uavklart. Vi konkluderer derfor med at informasjonen ikke er spesifikk nok så fremt oppkjøpet er usannsynlig.

På bakgrunn av ovennevnte diskusjon konkluderer vi med at presisjonsvilkåret ikke er oppfylt i trinn 1.

5.2.3 Trinn 2- Forberedende arbeid

Trinn 2 har inntruffet og kan derfor oppfylle presisjonsvilkåret på to måter. Dersom trinn 2 sannsynliggjør det endelige oppkjøpet vil en fornuftig investor anvende informasjonen som investeringsgrunnlag. Presisjonsvilkåret vil i så fall være oppfylt. Alternativt kan trinn 2 oppfylle presisjonsvilkåret dersom informasjonen er spesifikk nok til at en fornuftig investor kan trekke en slutning om forventet prisseffekt.

I trinn 2 utnevnes det blant annet et oppkjøpsteam, det utarbeides en oppkjøps- eller salgsstrategi og tidsplan, i tillegg til at det avdekkes konkrete mål for

oppkjøpet.²⁰⁰ Presisjonsvurderingen vil etter vårt syn påvirkes av hvor avklart prosessens hensikt, målsetning og struktur er. Sannsynligheten for at oppkjøpet lykkes kan påvirkes av kvaliteten på selskapets oppkjøps- eller salgsstrategi og teamets kompetanse om- og erfaring med oppkjøpsprosesser. En oppkjøpsstrategi fra kjøpers perspektiv inneholder blant annet ønskede kriterier og egenskaper i et målselskap.²⁰¹ Oversikten reduserer antallet potensielle oppkjøpskandidater og synliggjør således kjøpers målsetning ytterligere. Fra en selgers perspektiv vil en salgsstrategi blant annet inkludere kartlegging av potensielle kjøpere.²⁰² Selgerens team vil også utarbeide en offering memorandum.²⁰³ I likhet med kjøpers strategi, vil denne oversikten synliggjøre selgers målsetninger.

Dersom enkelte teammedlemmer har omfattende oppkjøpserfaring er det rimelig å anta at sjansen for å lykkes øker. Slik vi ser det etablerer kompetansedyktige team planer med tydeligere målsetninger og tidshorisonter, som medfører mer spesifikk informasjon. Tidligere erfaringer kan også påvirke hvordan teammedlemmene gjennomfører rimelighetsvurderingen. Medlemmer med positiv oppkjøpserfaring kan anse sannsynligheten som høyere enn medlemmer med negativ erfaring. Erfaringen kan således få innvirkning på medlemmenes oppfatning av sannsynlighet i de senere trinnene, dette er noe utstedere bør merke seg. Et velorganisert team er effektive og har gjennomslagskraft, dette kan øke sannsynligheten for å lykkes. Motsatt kan uerfarne medlemmer forsinke eller hemme prosessen dersom de gis fritt spillerom.

Erfaring og forberedelse av målsetning- og struktur utgjør omstendigheter. Ettersom det foreligger mer enn én omstendighet kan disse utgjøre en komplett sett som gir informasjon om den kommende utviklingen. Omstendighetene i dette trinnet må også sees i sammenheng med omstendighetene som forelå i trinn 1. Det virker imidlertid urimelig å anta at omstendighetene på dette tidspunktet medfører sannsynlighetsovervekt for oppkjøpet.

Ferdig etablering av strategi og team utgjør hendelsen i dette trinnet. Hendelsen er svært viktig for en vellykket prosess og et godt forberedende arbeid øker

²⁰⁰ Sherman (2018) kapittel 2 og 3.

²⁰¹ Ibid. s. 36- 44.

²⁰² Ibid. s. 18- 28.

²⁰³ Se kapittel 4.2.

sannsynligheten for det endelige oppkjøpet. Vi befinner oss likevel i startfasen av prosessen og det er behov for ytterligere avklaring før oppkjøpet kan anses som sannsynlig.

Dermed medfører hverken omstendighetene eller hendelsene sannsynlighetsovervekt for det endelige oppkjøpet.

Neste vurdering er om en fornuftig investor kommer til å anvende informasjonen til tross for at oppkjøpet ikke er sannsynlig. Vi kan ikke se at dette er tilfelle. Informasjonen i dette trinnet omhandler kun generelle forberedelser. Dermed er den for generell til at en fornuftig investor kan si noe om priseffekten og investoren har følgelig ikke insentiv til å handle basert på dette informasjonsgrunnlaget.

Vi konkluderer med at trinn 2 ikke oppfyller presisjonsvilkåret.

5.2.4 Trinn 3- Identifisering av kandidater og forenklet due diligence

Trinn 3 har inntruffet. Gjennomgangen av trinn 3 vurderer om trinnet sannsynliggjør det endelige oppkjøpet. Om dette er tilfelle, er presisjonsvilkåret oppfylt da informasjonen er spesifikk nok til at en fornuftig investor kan trekke en slutning om priseffekten. Vi vurderer også hvorvidt en fornuftig investor kan trekke en slutning om informasjonens priseffekt, uavhengig av sannsynligheten for det endelige oppkjøpet.

Etter at selskapet har fastslått ønskede egenskaper hos kandidatene vil det utarbeides en liste over potensielle transaksjonsmotparter. Utfra listen kan det utpekes enkelte kandidater som fremstår som mest aktuelle. Som gjennomgått, har CESR uttalt at informasjon om et oppkjøp kan anses som presis til tross for at det finnes alternative utfall, eksempelvis alternative kandidater. I vurderingen av alternative utfall stilles det kun krav til at et av alternativene sannsynligvis vil inntreffe.²⁰⁴

Kjøper gjennomfører en forenklet due diligence basert på offentlig tilgjengelig informasjon og antatte synergieffekter. Ettersom informasjon om synergieffektene

²⁰⁴ Se kapittel 5.1.5.

ikke nødvendigvis er offentlig tilgjengelig, kan de i prinsippet utgjøre innsideinformasjon. Synergieffektene reflekterer hensikten med oppkjøpet, dersom disse er tydelige kan informasjonen om det endelige oppkjøp anses mer spesifikk. Etter vårt syn kan synergieffekter også øke sannsynligheten for det endelige oppkjøpet, særlig dersom det er få muligheter til å realisere disse med andre motparter. I slike tilfeller legger vi til grunn at kjøper er villig til å strekke seg lenger i forhandlingene.

Størrelsesforholdet mellom partene kan være av betydning i vurderingen. Dersom selger har færre ressurser enn kjøper, kan det tenkes at kjøper har mer å tilby i forhandlingene. Dette kan øke sannsynligheten for det endelige oppkjøpet.

I vurderingen vil det også være naturlig å se til selskapets- og teamets erfaringer med oppkjøp. Det er rimelig å anta at et selskap som har gjennomført tidligere oppkjøp, ofte har en fordel i å utpeke seg den beste kandidaten. Hvilken kandidat som velges kan også ha mye å si for en eventuell budkrig og hvorvidt kjøper kommer seirende ut av den. Erfaring er klart en fordel, såpass tidlig i prosessen er det likevel ikke gitt at erfarne oppkjøpere lykkes.

Antall potensielle kandidater, størrelsesforholdet og selskapets erfaring utgjør omstendigheter. Omstendighetene har en bestemmende påvirkning på hendelsene i dette trinnet. Eksempelvis ved at en kjøper utpeker små og mindre komplekse målselskap for å sikre en enklere oppkjøpsprosess. På slik måte kan omstendighetene danne et komplett sett som gir viktig informasjon om prosessen fremover. Vurderingen må også hensynta omstendighetene som forelå i tidligere trinn. Det virker imidlertid urimelig å anta at omstendighetene sannsynliggjør det endelige oppkjøpet.

Identifisering av kandidater og forenklet due diligence utgjør hendelsene i dette trinnet. Ved vurderingen av hendelsene må vi ta høyde for at det ikke er innledet kontakt med kandidatene. Det er derfor ikke avklart hvorvidt kandidatene er interesserte i et oppkjøp. Etersom forhandlingene ikke er innledet, foreligger det stor usikkerhet om potensielle motparters krav. I tillegg må det tas høyde for feilmarginer i verdsettelsene som er basert på forenklet due diligence. På bakgrunn av denne diskusjonen, legger vi til grunn at flere vesentlige forhold gjenstår.

Basert på ovennevnte diskusjoner legger vi til grunn at det er behov for ytterligere avklaringer før det endelige oppkjøpet anses sannsynlig.

Det neste som må vurderes er om informasjonen er spesifikk nok til at en fornuftig investor kan trekke en slutning om priseffekten, til tross for at oppkjøpet ikke er sannsynlig. Forenklet due diligence kan indikere at selskapet som selges, ikke inkluderer synergieffektens verdi i sin nåværende pris. Synergieffektene som er identifisert i dette trinnet er antatte, følgelig er verdien kun et anslag. Informasjonens verdi avhenger av at synergieffektene realiseres. Det gjør at informasjonen er for vag til at det kan trekkes en slutning om priseffekten.

I dette trinnet gjennomfører selger en verdsettelse av eget selskap for å fastsette sin laveste aksepterte pris. Verdsettelsen reflekterer et fullstendig informasjonsgrunnlag, som kan inneholde innsideinformasjon. Eksempelvis kan verdsettelsen hensynta en ikke-offentliggjort distribusjonsavtale med høy verdi. Slik innsideinformasjon knytter seg ikke direkte til oppkjøpet og hensyntas derfor ikke i vår vurdering. Uavhengig, stadfester selger sin laveste aksepterte pris i dette trinnet. Opplysninger om selgers minstepris gjør informasjonen om oppkjøpet mer spesifikk. Informasjonens verdi avhenger imidlertid av at minsteprisen realiseres. Vi konstaterer derfor at informasjonen ikke er spesifikk nok til å trekke en slutning om priseffekten i tilfeller der oppkjøpet ikke er sannsynlig.

Filtrering av kandidatene må etter vårt syn anses å øke informasjonens spesifisitet. Vi anfører imidlertid at kandidatutvalget ikke utgjør spesifikk informasjon så fremt oppkjøpet ikke er sannsynlig. En fornuftig investor vil ikke tillegge informasjon om kandidatutvalget vekt med mindre et av alternativene er sannsynlig. Heller ikke omstendighetene utgjør etter vårt syn spesifikk informasjon da de ikke gjør det mulig for en fornuftig investor å si noe om priseffekten.

Vi konkluderer derfor med at trinn 3 ikke oppfylder presisjonsvilkåret.

5.2.5 Trinn 4 - Kontakte potensiell(e) kandidat(er)

Trinn 4 har inntruffet og oppfylder presisjonsvilkåret om det sannsynliggjør det endelige utfallet, eller dersom en fornuftig investor kan trekke en slutning om

informasjonens priseffekt uavhengig av sannsynligheten for oppkjøpet. I dette trinnet må de to ovennevnte vurderingene også gjennomføres med hensyn til det fremtidig mellomliggende trinnet, altså trinn 5 om forhandling- og inngåelse av intensjonsavtale.²⁰⁵

Når det tas kontakt med potensiell(e) kandidat(er) kan dette enten gjøres ved direkte kontakt mellom selskapene eller via rådgiver. Uavhengig vil det ved etablering av kontakt avklares om kandidaten(e) er åpen for å delta i oppkjøpet. I tilfeller hvor kjøper er initiativtaker vil det her bli avklart om det blir et vennlig- eller fiendtlig oppkjøp. Fra selgers perspektiv kan det ved kontakt via rådgiver, innebære at potensielle kjøpere må undertegne en NDA før selgers identitet blir oppgitt.²⁰⁶

I tilfeller med undertegnet NDA, er dette et håndfast steg som tilsier en grad av dedikasjon i veien mot et endelig oppkjøp. En NDA er likevel kun et middel for å iverksette forhandlinger uten øvrige forpliktelser. Det er sjeldent enighet om avtalevilkår på dette tidspunktet.²⁰⁷ Følgelig anser vi ikke en NDA å sannsynliggjøre det endelige oppkjøpet.

CESR har stadfestet at en henvendelse om et oppkjøpsbud kan utgjøre presis informasjon. Vi tolker uttalelsen som å omhandle henvendelser med tydelige fremsatte avtalevilkår ettersom CESR bruker begrepet «takeover bid».²⁰⁸ Hva en oppkjøpshenvendelse inneholder kan variere i stor grad. Henvendelsens utforming er viktig ved presisjonsvurderingen av motpartens respons. Ved positiv respons på en henvendelse med detaljerte vilkår, legger vi til grunn at det foreligger bred enighet om nøkkelområder i avtalen. Dette øker sannsynligheten for at kontakten vil føre frem til et oppkjøp. Derimot vil positiv respons på en mer generell henvendelse, ikke nødvendigvis indikere slik enighet. Hvor detaljert henvendelsen er vil også påvirke informasjonens spesifisitet. Det virker dog urimelig å anta at slike vilkår normalt fremsettes på dette tidspunktet. Uten tydelig fremsatte vilkår,

²⁰⁵ Se innledningskapittelet 5.2.1.

²⁰⁶ Se kapittel 4.2.

²⁰⁷ Se kapittel 4.2.

²⁰⁸ CESR/06-562b avsnitt 1.6.

vurderer vi det som krevende for en fornuftig investor å trekke en slutning om priseffekten.

Ved avklaring av hvorvidt kandidaten(e) er åpen for et oppkjøp vil resten av prosessen være klarere. På dette tidspunktet kan det fremdeles være flere kandidater i prosessen, som stadfestet tidligere kan alternative utfall utgjøre presis informasjon så fremt et av alternativene er sannsynlig.²⁰⁹ Etter en konkret vurdering, kan dette også gjøres gjeldende i tilfeller der reelle forhandlinger ikke er påbegynt, eksempelvis om pris.²¹⁰ Etter vårt syn kan antall kandidater øke sannsynligheten for det endelige oppkjøpet på to ulike måter. For det første kan tilfeller med én kandidat indikere at selskapet er villig til å strekke seg lenger i forhandlingene. På den andre siden kan flere kandidater tilsi at selskapet har flere alternativer å falle tilbake på ved forhandlingsbrudd. Uavhengig av sannsynligheten, vurderer vi at situasjoner med én kandidat, eller situasjoner der vesentlige punkter i avtalen er fastsatt, må anses som mer spesifikk informasjon.

Antall alternative kandidater utgjør omstendigheten i dette trinnet. Det er kun snakk om en omstendighet, og antall kandidater kan følgelig ikke utgjøre presis informasjon alene. Omstendigheten må også ses i sammenheng med omstendighetene som forelå i tidligere trinn. De tidligere omstendighetene er tilknyttet generelle forberedelser og som stadfestet medfører ikke disse sannsynlighetsovervekt. Vi kan heller ikke se at antall kandidater normalt tilfører tilstrekkelig verdi, slik at settet med omstendigheter kan anses som presis informasjon.

Den første hendelsen i dette trinnet er henvendelsen om oppkjøpet. Den andre hendelsen er motpartens respons. Hendelsene påvirkes av ovennevnte omstendighet og omstendigheter fra tidligere trinn. I tillegg må henvendelses- og responsens karakter vurderes. Som nevnt kan dette ha positiv eller negativ innvirkning på sannsynligheten for oppkjøpet. Vi anfører at det normalt ikke fremsettes henvendelser med svært detaljert innhold. Dette begrunner vi med at

²⁰⁹ Se kapittel 5.1.5.

²¹⁰ Se kapittel 5.1.2 om Fast Search.

selskapene ikke er kjent med hverandres målsetninger og at det ennå ikke er gjennomført due diligence.

Slik vi ser det medfører hverken omstendighetene eller hendelsene sannsynlighetsovervekt for det endelige oppkjøpet. Det må likevel gjennomføres en helhetlig vurdering i hver enkelt sak.

Den andre vurderingen er om informasjonen er spesifikk nok til at en fornuftig investor kan trekke en slutning om informasjonens prisseffekt i tilfeller der oppkjøpet ikke er sannsynlig. På dette tidspunktet er reelle forhandlinger ikke påbegynt, og vesentlige punkter i avtalen er som regel uavklarte. Følgelig er informasjonen å anse som vag og generell. En fornuftig investor vil etter vårt syn, kun vektlegge henvendelsen og dens respons dersom det endelige oppkjøpet er sannsynlig. Her foreligger det normalt ikke tilstrekkelig informasjon for å si noe om den potensielle prisseffekten.

I dette trinnet foretar vi også en presisjonsvurdering av det fremtidige mellomliggende trinnet. Som vi gjennomgår i neste delkapittel, oppfyller trinn 5 som regel presisjonsvilkåret. Dersom partene ønsker å fortsette forhandlingene er det naturlig å inngå en intensjonsavtale. Følgelig anser vi det sannsynlig at trinn 5 inntreffer. Etter vårt syn oppfylder dermed trinn 4 som regel presisjonsvilkåret da det fremtidige mellomliggende trinnet vanligvis oppfyller vilkåret. Påbuds- og forbudsbestemmelsene kan dermed tre i kraft allerede her.

Vi konkluderer dermed med at presisjonsvilkåret kun er oppfylt med hensyn til det fremtidige mellomliggende trinnet.

5.2.6 Trinn 5 – Forhandling om- og inngåelse intensjonsavtale

Trinn 5 har inntruffet. Informasjonen kan oppfylle presisjonsvilkåret dersom det endelige oppkjøpet er sannsynlig, ettersom en fornuftig investor kan trekke en slutning om forventet prisseffekt. Alternativt kan trinnet oppfylle presisjonsvilkåret, uavhengig av sannsynligheten for oppkjøpet, så fremt en fornuftig investor kan trekke en slutning om forventet prisseffekt. Også i dette trinnet, må de to ovennevnte vurderingene gjennomføres med hensyn til det

fremtidig mellomliggende trinnet, det vil si trinn 6 om due diligence og verdsettelse.²¹¹

Kjøper og selger ønsker gjerne å forhandle frem en slik avtale før det pådras store kostnader i prosessen.²¹² Vi legger dermed til grunn at forhandling om- og inngåelse av intensjonsavtalen gjennomføres tidlig i forhandlingsprosessen. Hovedkategoriene av intensjonsavtaler er; bindende, ikke-bindende og hybrid avtaler med både bindende og ikke-bindende vilkår. Det er også vanlig at intensjonsavtalen legger til rette for etterfølgende tillegg til avtalen.²¹³ Innholdet i en intensjonsavtale kan variere betraktelig og presisjonsvurderingen vil derfor avhenge av punktene i avtalen. Vanligvis inkluderes nøkkelområder i den endelige avtalen og eksisterende- og antatte utfordringer. Vi har tatt utgangspunkt i det vi anser som de viktigste vilkårene i intensjonsavtalen.

Vi starter med å vurdere sannsynligheten for det endelige oppkjøpet. En intensjonsavtale gir uttrykk for at partene er enige om å forhandle om en endelig avtale. Ved inngåelse av intensjonsavtale har selskapene vurdert motparten som et potensielt passende valg, og de kjenner hverandres mål og perspektiver. Inngåelse av en intensjonsavtale utgjør således et betydningsfullt steg i oppkjøpsprosessen.

Intensjonsavtaler fremsetter vanligvis et prisintervall eller en nedre pris, fremfor å presentere en konkret pris. Vilåret er ofte ikke-bindende ettersom det ikke er gjennomført en fullstendig due diligence, i tillegg kan det oppstå uventede endringer i målselskapets- eller markedets situasjon særlig om prosessen blir langvarig. Det kan også tenkes at prisintervallet tar høyde for slike forhold.²¹⁴ Dette viser at det fremdeles er viktige elementer som må avklares før en fullstendig avtale kan finne sted.

Adgang til å gjennomføre due diligence er ofte et bindende vilkår da det er nødvendig for kjøper å justere antagelsene fra forenklet due diligence.²¹⁵ I Fast Search-saken pekte Oslo Børs på at undertegnelse av en tilleggsavtale med vilkår

²¹¹ Se kapittel 5.2.1.

²¹² Sherman (2018) s. 52- 53.

²¹³ Ibid. s. 54-55.

²¹⁴ Ibid. s. 54.

²¹⁵ Ibid. s. 56- 57.

om due diligence viste at målselskapet var villig til å utveksle sensitiv selskapsinformasjon. I tillegg anførte børsen at avtalen gjorde det klart for selger at kjøper vurderte å fremsette et tilbud. Det ble konkludert med at informasjonen var presis senest på det tidspunkt da tilleggsavtalen ble undertegnet.²¹⁶

Vurderingen ble gjort i sammenheng med de konkrete planene og forhandlingene mellom partene på dette tidspunktet.

Fast Search-saken viser at vilkår om due diligence kan være tungtveiende i sannsynlighetsvurderingen, men at vurderingen likevel må ta utgangspunkt i forholdene rundt. Due diligence er et omfattende arbeid, og det konstateres at slike undersøkelser ikke ville blitt gjennomført med mindre selskapene var interessert i å inngå en avtale. Vi legger også til grunn at seriøse aktører på dette tidspunkt vil informere om særlige forhold som kan gjøre videre forhandlinger vanskelige. Følgelig forventer vi ingen kritiske overraskelser i etterfølgende due diligence. Vi slutter oss derfor til børsens vurdering.

Det er også vanlig at intensjonsavtaler regulerer forhandlingsbrudd. Dette kan innebære en økonomisk kompensasjon ved forhandlingsbrudd eller en ikke-refunderbar forskuddsbetaling. Slike vilkår viser dedikasjon og kan skape insentiver til å strekke seg lenger i forhandlingene. Betydningen av disse vil imidlertid avhenge av kompensasjonens størrelse.²¹⁷

Kjøperer ønsker ofte en eksklusivitetsperiode som hindrer selgeren i å vurdere andre alternativer. Dette er et bindende vilkår som kan inntas i intensjonsavtalen. Selgeren kan på sin side fremsette en begrensning i vilkårets lengde for å sikre egne interesser.²¹⁸ Vilkåret gir uttrykk for dedikasjon og er med på å øke sannsynligheten for at den endelige avtalen inngås, i tillegg kan det sørge for effektivitet fra kjøperens side.

Vilkårene kategoriseres som omstendigheter og må følgelig sees i sammenheng for at presisjonsvilkåret kan være oppfylt. Forhandling om innholdet i intensjonsavtalen anses også som omstendigheter. Når intensjonsavtalen inngås, anser vi dette som en hendelse. Sannsynlighetsvurderingen kan også påvirkes av

²¹⁶ Oslo Børs (2008) s.47-48 (Fast Search).

²¹⁷ Sherman (2018) s. 60.

²¹⁸ I.c.

omstendighetene som forelå i tidligere trinn, blant annet partenes relasjon og eventuell velvilje, antallet alternative samarbeidspartnere og årsakene til at oppkjøpet er ønsket. Vi anfører at en intensjonsavtale med grundige vilkår og således en tydelig plan, øker sannsynligheten for et endelig oppkjøp. Vurderingen må hensynta alle vilkår inntatt i intensjonsavtalen, disse må ses i sammenheng med hverandre.

Intensjonsavtaler danner grunnlaget for videre forhandling med mål om et endelig oppkjøp. Derfor er det behov for avtalevilkår som kan bidra til å nå dette målet, etter vår mening kreves det da flere av de ovennevnte vilkårene. Vi konstaterer dermed at trinn 5 typisk medfører sannsynlighetsovervekt for det endelige oppkjøpet. Det presiseres likevel at det må foretas en helhetlig vurdering av det konkrete oppkjøp.

Vi vurderer at trinn 5 vanligvis oppfyller presisjonsvilkåret. Det må likevel foretas en helhetlig vurdering av relevante forhold i hvert enkelt tilfelle.

Det neste som må vurderes er om trinn 5 gjør det mulig å trekke en slutning om informasjonens priseffekt, uavhengig av sannsynligheten for det endelige oppkjøpet. I praksis må denne vurderingen kun gjennomføres dersom det ikke foreligger sannsynlighetsovervekt i foregående vurdering.

Som nevnt over, fastslår intensjonsavtalen sjeldent en konkret pris. Vi erkjenner at pris ikke nødvendigvis er avgjørende for presisjonsvurderingen, men anser det likevel som et vesentlig punkt i avtalen.²¹⁹ Preiselementet i intensjonsavtaler er som regel et estimat, dermed vurderer vi det som mindre spesifikt i slike avtaler. Vurdering av prisestimatets spesifisitet avhenger av størrelsen på prisintervallet, alternativt hvor realistisk den nedre prisgrensen er, og hvorvidt vilkåret er bindende eller ikke. I tillegg fremsetter intensjonsavtaler ofte en ikke-bindende tidshorison for oppkjøpsprosessen.²²⁰ Dersom avtalen fremsetter tydelige og realistiske frister for oppfyllelse av konkrete mål, anses informasjonen mer spesifikk.

²¹⁹ Se kapittel 5.1.2.

²²⁰ Sherman (2018) s. 56.

Ovennevnte vilkår kategoriseres også som omstendigheter.

Spesifikasjonsvurderingen avhenger av hvordan de ulike vilkårene er utformet, og den samlede verdien de gir. Også i denne vurderingen må alle inntatte vilkår, herunder due diligence, gebyrer og eksklusivitetsperiode, hensyntas i vurderingen. Det samme gjelder for omstendighetene som forelå i tidligere trinn. Til tross for at vilkårene om pris og tidshorisont vanligvis ikke er bindende, belyser de prosessen videre og forventet utfall.

Vi fremholder at en intensjonsavtale med mange og detaljerte avtalevilkår, i sin helhet må anses som mer spesifikk. I tillegg synliggjør avtalen prosessen videre og forventet utfall. Som nevnt fungerer intensjonsavtalen som et forhandlingsverktøy, følgelig kreves det et tilstrekkelig antall vilkår for å lykkes med prosessen. Slik vi ser det, vil en god intensjonsavtale gjøre det mulig for en fornuftig investor å trekke en slutning om informasjonens priseffekt. Det må imidlertid gjennomføres en helhetlig vurdering av hver intensjonsavtale.

På bakgrunn av foregående diskusjon, konkluderer vi med at trinn 5 vanligvis er spesifikt nok til å forutse en priseffekt. Dermed er presisjonsvilkåret oppfylt, også i tilfellene der det ikke foreligger sannsynlighetsovervekt for det endelige oppkjøpet. Dette trinnet er et tydelig eksempel på hvordan omstendighetene samlet kan utgjøre et komplett sett som gir verdifull informasjon, i tillegg til at det utfyller informasjonen om hendelsen.

Også her ønsker vi å kommentere presisjonsvurderingen for fremtidige mellomliggende trinn. Trinn 6 medfører sannsynlighetsovervekt for det endelige oppkjøpet og en fornuftig investor vil anse informasjonen som spesifikk. Siden det også er sannsynlig at trinn 6 gjennomføres, vil trinn 5 inneholde presis informasjon om det fremtidige mellomliggende trinnet.

Vi konkluderer med at trinn 5 vanligvis medfører presis informasjon med hensyn til de tre ovennevnte presisjonsvurderingene.

5.2.7 Trinn 6 – Due Diligence og verdsettelse

Kapittel 5.2.7 gjelder kun i de tilfeller hvor intensjonsavtaler diskutert i forrige kapittel ikke oppfyller presisjonsvilkåret. Trinn 6 er inntruffet og vi vurderer om

trinnet medfører sannsynlighetsovervekt for det endelige oppkjøpet, i så fall anses spesifikasjonskriteriet oppfylt. Vi vurderer også hvorvidt en fornuftig investor kan trekke en slutning om informasjonens forventede priseffekt, uavhengig av sannsynligheten for det endelige oppkjøp.

Senest i dette trinnet avtales det deling av informasjon til gjennomføring av fullstendig due diligence. Formålet er å fastsette en makspris som kjøper er villig til å betale. Trinnet viser en håndfast handling og klar interesse i form av omfattende ressursbruk for å nå et endelig oppkjøp.

En due diligence er avgjørende for hvorvidt det endelige oppkjøp gjennomføres. Ved en due diligence hvor ingen særlig negativ og ny informasjon kommer frem, vil kjøperen være innstilt på å fortsette prosessen. Uten betydelige overraskelser antar vi at forhandlingene fremover blir lettere ettersom kjøpers antakelser fra tidligere trinn nå i stor grad er bekreftet. Dette øker sannsynligheten for et endelig oppkjøp. Motsatt vil identifisering av spesielt negative forhold medføre vanskeligere forhandlinger, særlig om partene er uenige om informasjonens betydning.

I dette trinnet utgjør både gjennomføring av due diligence og verdsettelsen hendelser. Funnene i due diligence utgjør omstendighetene og disse har en bestemmende påvirkning på verdsettelsen. Som nevnt, legger vi til grunn at seriøse aktører informerer om kritiske forhold tidligere i prosessen. På bakgrunn av dette anfører vi at både hendelsene og omstendighetene, separat og samlet, medfører sannsynlighetsovervekt for det endelige oppkjøpet. Dette innebærer ikke at et endelig oppkjøp helt sikkert vil gjennomføres, men at vi anser det som mer sannsynlig enn ikke. Dermed kan en fornuftig investor trekke en slutning om informasjonens priseffekt.

Vi konkluderer med at presisjonsvilkåret er oppfylt ettersom det endelige oppkjøpet er sannsynlig.

Vi vil nå vurdere om en fornuftig investor kan trekke en slutning om priseffekten uavhengig av sannsynligheten for det endelige oppkjøpet. Vi bemerker nok en gang, at utstedere i praksis ikke behøver å gjennomføre denne vurderingen dersom oppkjøpet er sannsynlig.

Vi ønsker her å minne om at spesifikasjonskriteriet ikke fremmer et retningskrav.²²¹ Følgelig anfører vi at en fornuftig investor vil legge en due diligence til grunn i sin investeringsbeslutning, uavhengig av om informasjonen som fremkommer er positiv eller negativ. Verdsettelsen legger føringer på forhandling om pris og kjøperen avklarer en makspris for tilbudet. Dette medfører mer spesifikk informasjon, til tross for at en endelig tilbudspris ikke er satt. I tillegg vet selskapene mer om mulige synergieffekter, også dette medfører økt spesifisitet. Derfor vurderer vi informasjonen som tilstrekkelig spesifikk til at en fornuftig investor kan trekke en slutning om informasjonens priseffekt. Vi konkluderer med at presisjonsvilkåret er oppfylt, også i de tilfellene der trinnet ikke medfører sannsynlighetsovervekt for det endelige oppkjøpet.

På bakgrunn av ovennevnte diskusjoner, konkluderer vi med at presisjonsvilkåret senest er oppfylt i trinn 6.

5.2.8 Simultane aksjekjøp og forhåndsaksepter

Kjøper kan søke å styrke sin posisjon i målselskapet både før, simultant og etter ovennevnte trinn. Kjøper kan styrke sin posisjon ved å erverve aksjer i målselskapet, alternativt ved å fremforhandle forhåndsaksepter fra de største aksjonærene i selskapet. Uavhengig av metoden vil aksjeeierskap eller forhåndsaksepter etter vår mening medføre økt sannsynlighet for et kommende oppkjøp. Dette begrunnes i to forhold.

For det første er det færre gjenstående aksjer som kjøper må sikre seg for å overta kontroll av selskapet. For det andre vil det ved enighet blant de største aksjonærene være mindre sannsynlig at øvrige aksjonærer motsetter seg tilbudet.

Kjøper trenger kun å innhente 90% av aksjene, og tilsvarende andel stemmer, for å tvangsinnløse resterende aksjer.²²² Dermed er aksjonærer som motsetter seg tilbudet avhengige av at øvrige aksjonærer ikke sikrer kjøper 90%. Dersom en aksjonær blir igjen som del av de resterende 10% av aksjene, kan aksjene tvangsinnløses etter allmennaksjeloven §4-25. Innløsningssummen skal i utgangspunktet vurderes utfra underliggende verdier, det må likevel foretas en

²²¹ Se kapittel 3.4.3.

²²² Allmennaksjeloven §4-25 første ledd.

skjønnsmessig vurdering av hvilken verdsettelsesmetode som er hensiktsmessig i den konkrete sak.²²³ Dette medfører en risiko for at aksjene verdsettes lavere enn tilbudsprisen. Kjøper kan også søke om å stryke aksjene av børs med to tredelers flertall²²⁴ i generalforsamlingen, minoriteten vil i så fall sitte igjen med lite likvide aksjer.²²⁵ På bakgrunn av dette kan motstandere av budet føle seg presset til å akseptere.

I tilfeller hvor selskapet kjøper en større andel aksjer fremfor å innhente forhåndsaksepter, kan dette indikere at kjøper er dedikert til oppkjøpet. Et mislykket oppkjøp vil medføre en risiko for tap ved salg av aksjene eller at kjøper har bundet kapital i aksjer uten nytte.²²⁶ Følgelig kan dette gi kjøper insentiv til å strekke seg noe lengre i forhandlingene og dermed øke sannsynligheten for et endelig oppkjøp. Vi mener også at kunnskap om kjøpers andel eide aksjer må ansees som mer spesifikk informasjon, denne informasjonen er dog offentlig tilgjengelig. Avtalte forhåndsaksepter er imidlertid ikke nødvendigvis offentliggjort, informasjon om disse kan etter vår mening påvirke presisjonsvurderingen.

²²³ HR-2002-1347-A (Norway Seafoods) punkt. 74.

²²⁴ Oslo Børs (mars 2021) kap. 2.11.2 punkt (3), jf. allmennaksjeloven §5-18(1).

²²⁵ Verdipapirhandelloven §12-3 (1).

²²⁶ Se kapittel 4.4.

6. Avslutning

Vår masteroppgave har vurdert hvordan presisjonsvilkåret i MAR art. 7 nr. 2 anvendes i oppkjøpsprosesser. Problemstillingen ble besvart ved hjelp av EØS-rettslig metode ettersom presisjonsvilkåret fremkommer av markedsmisbruksforordningen.

Vi har konkludert med at presisjonsvilkåret som regel oppfylles i trinn 5 om forhandling om- og inngåelse av intensjonsavtale, eller senest i trinn 6 om due diligence og verdsettelse. Dermed kan presisjonsvilkåret også være oppfylt i trinn 4 forutsatt at det er sannsynlig at trinn 5 vil inntre.

Basert på vår tolkning av Daimler/Geltl-avgjørelsen fastslo vi at eksistenskriteriet fremmer krav til sannsynlighetsovervekt for fremtidige hendelser og omstendigheter. Tolkningen avviker fra Høyesteretts løsning i RenoNorden. Avvikets praktiske implikasjoner er usikkert, men vi fremholder at en sannsynlighetsovervekt-modell er enklere å forholde seg til. Videre fastslår oppgaven at spesifikasjonskriteriet må vurderes utfra en fornuftig investors vurdering av spesifisitet. Dette virker som en hensiktsmessig tolkning da regelverket umulig kan ta høyde for all potensiell investordferd. En idealatferd må dermed legges til grunn. Tolkningen kan imidlertid medføre forvirring da den gjør spesifikasjonsvurderingen avhengig av begrepet fornuftig investor, som vanligvis anvendes i forbindelse med kurspåvirkningsvilkåret.

Opgaven har operasjonalisert ovennevnte kriterier gjennom å utlede ulike momenter som er aktuelle ved presisjonsvurderingen i oppkjøpsprosesser. Disse er etter vårt syn anvendelige uavhengig av presisjonsvilkårets tolkning.²²⁷ Momentene er i stor grad basert på Oslo Børs sin tidligere behandling av innsideinformasjonsbegrepet. Listen med momenter er ikke uttømmende da oppkjøpsprosesser kan være svært forskjellige. Momentene er et viktig verktøy i presisjonsvurderingen av hvert trinns egenskaper og gir oppgaven praktisk nytteverdi.

²²⁷ Det vil si at momentene også er anvendelige ved bruk av Høyesteretts løsning i RenoNorden.

Analysen viser hvor krevende vurderingen i oppkjøpsprosesser kan være. Rettskildebildet på området gir etter vårt syn ikke tilstrekkelig veiledning. Daimler/Geltl-saken medfører lite klarhet og ESMA har ikke uttalt seg om eksistens- eller spesifikasjonskriteriet. CECRs tidligere veiledninger på området kan ilegges vekt, dette er imidlertid ikke opplagt for allmennheten. Dette viser seg blant annet i norsk rett- og børspraksis sine sprikende vurderinger, i tillegg til uenigheten blant teoretikere. I analysen kommer det frem at det i praksis foreligger en viss overlapp mellom spesifikasjonskriteriet og kurspåvirkningsvilkåret. For oss fremstår EU-domstolens uttalelse om vilkårenes uavhengighet som lite hensiktsmessig i en reell situasjon.

Slik regulatorisk uklarhet medfører usikkerhet for markedsdeltakerne og kan bidra til offentliggjøring av irrelevant informasjon i frykt for å misligholde regelverket. Offentliggjøring av irrelevant informasjon svekker markedets effektivitet. MAR tok blant annet sikte på å forbedre markedsdeltakernes rettssikkerhet ved en mer detaljert definisjon av «presise opplysninger».²²⁸ Vi kan ikke se at MAR har oppnådd dette på tilfredsstillende vis. Følgelig bør det gis ytterligere veiledning om innholdet i presisjonsvilkåret. Etter vår mening bør EU-domstolen eller ESMA fremme tydelige retningslinjer for hvordan eksistensvurderingen skal gjennomføres i praksis. Eksempelvis ved tydelige situasjonsbaserte vurderingsmomenter. Videre bør spesifikasjonskriteriets funksjon klargjøres, med særlig fokus på hva som skiller det fra kurspåvirkningsvilkåret.

²²⁸ MAR fortale punkt 18.

Kilderegister

EU-rettsakter

ESMA-forordningen

Regulation (EU) No. 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC.

Markedsmisbruksforordningen (MAR)

Regulation (EU) No. 596/2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC.

Opphevede EU-rettsakter

Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC

Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation.

Markedsmisbruksdirektivet (MAD)

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation.

Traktater

EØS-avtalen	Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde, 2. mai 1992
ODA-avtalen	Avtale mellom EFTA-statene om opprettelse av et overvåkningsorgan og en domstol, 02. mai 1992.
CFR	Charter of Fundamental Rights of the European Union, 26. oktober 2012

Rettspraksis fra EU-domstolen og EFTA-domstolen

Case C-19/11 Markus Geltl v Daimler AG	ECLI:EU:C:2012:397
Opinion of Advocate General Mengozzi i Case C-19/11 Markus Geltl v Daimler AG	ECLI:EU:C:2012:153
Case C-119/12 Josef Probst v mr.nexnet GmbH.	ECLI:EU:C:2012:748
Case C-628/13 Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers	ECLI:EU:C:2015:162
Case C-621/18 Andy Wightman and Others v Secretary of State for Exiting the European Union	ECLI:EU:C:2018:999

Rådgivende uttalelser til EU-rettsaktene

CESR/02-089d

CESR's Advice on Level 2
Implementing Measures for the
proposed Market Abuse Directive,
desember 2002, CESR/02-089d

CESR/06-562b

Market Abuse Directive: Level
3:second set of CESR guidance and
information on the common 57
operation of the Directive to the
Market, juli 2007, CESR/06-562b

Norske lover

EØS-loven

Lov 21. november 1992 nr. 109 om
gjennomføring i norsk rett av
hoveddelen i avtale om Det europeiske
økonomiske samarbeidsområde

Allmennaksjeloven (asal.)

Lov 13. juni 1997 nr. 45 om
allmennaksjeselskaper

Verdipapirhandelloven (vphl.)

Lov 29. Juni 2007 nr. 75 om
verdipapirhandel

Norske forarbeider

Stortingsvedtak 579 den 12.06.2019

Endringer i verdipapirhandelloven mv.
(prospekt, markedsmisbruk, tilsyn og
sanksjoner) og samtykke til deltakelse
i en beslutning i EØS-komiteen om

innlemmelse av forordning (EU) nr.
596/2014 og (EU) 2017/1129

Ot.prp. nr. 79 (1991-1992)

Om lov om gjennomføring i norsk rett
av hoveddelen i Avtale om Det
europæiske økonomiske
samarbeidsområde (EØS).

NOU 1996: 2

Verdipapirhandel

Meld. St. 24 (2018-2019)

Finansmarkedsmeldingen 2019

Norsk rettspraksis

Høyesterett

Rt. 2000 s. 1811 (Finanger I)

HR-2022-695-A (RenoNorden)

Lagmannsretten

LB-2014-106934

LB-2016-19016

LB-2017-153037-3

Tingretten

TOSLO-2014-108244

Praksis på Oslo Børs

Oslo Børs. *Oslo regelbok II – Utstederregler*, (mars 2021).

Børsklagenemnden sak 1/2013 (Intex)

Børsklagenemnden sak 1/2019 (Belships)

Oslo Børs. *Vedtak og uttalelser 2008* s. 39-51 (Fast Search)

Oslo Børs. *Vedtak og uttalelser 2008* s. 64-80 (Global Geo Services)

Oslo Børs. *Vedtak og uttalelser 2020* s. 58-73 (Navamedic)

Oslo Børs. *Vedtak og uttalelser 2021* s. 43-45 (DNB)

Litteraturliste

AksjeNorge. «Hva påvirker aksjekursene?» (u.å.)

<https://aksjenorge.no/aksjesparing/hvordan-investere-i-aksjer/hva-pavirker-aksjekursene/>. hentet 24.06.2023.

Bergo, Knut. *Børs- og Verdipapirrett*. 5. utg., Oslo: Cappelen Damm, 2021.

- Bergo, Knut. *Rett praksis: lærebok i norsk juridisk metode*. 1. utg., Bergen: Fagbokforlaget, 2022. (I tekst: 2022a)
- Bergo, Knut. «Sannsynlighet, forventning og mulighet – kommentarer til HR-2022-695-A». *Tidsskrift for forretningsjus* årg. 28, nr. 1 (2022): s. 36–46. <https://doi.org/10.18261/tff.28.1.4>. (I tekst: 2022b)
- Bugge, Amund Fougner. «Oppkjøp av selskap notert på regulert marked - en oversikt». *Tidsskrift for forretningsjus* årg. 17, nr. 4 (2011): s. 221–254. <https://doi.org/10.18261/ISSN0809-9510-2011-04-01>.
- Cools, Sofie. «A5. Public Enforcement of the Market Abuse Regulation». I *Market abuse regulation: commentary and annotated guide*, Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock red., 2. utg., Oxford: Oxford University Press, 2022, s. 55–74.
- Craig, Paul Philip og Gráinne de Búrca. *EU law: text, cases, and materials*. 7. utg., New York: Oxford University Press, 2020.
- Di Noia, Carmine, og Matteo Gargantini. «Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime» *European Company and Financial Law Review* årg. 9, nr. 4 (2012): s. 484–529. <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/ecomflr9&i=485>.
- Europakommisjonen. «Glossary of useful terms linked to markets in financial instruments». https://finance.ec.europa.eu/system/files/2016-11/glossary_en_1.pdf. hentet 25.04.2023
- Finanstilsynet. «Forbud mot innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel.» (12.11.2022) <https://www.finanstilsynet.no/tilsyn/markedsatferd/forbud-mot-innsidehandel-og-tilskyndelse-til-innsidehandel/#Innsideinformasjon> hentet 22.02.2023.
- Fredriksen, Halvard Haukeland, og Gjermund Mathisen. *EØS-rett*. 4. utgave, Bergen: Fagbokforlaget, 2022.
- Gale, David. «The Law of Supply and Demand.» *Mathematica Scandinavica* årg. 3, nr. 1 (1955): s. 155–169. <https://www.jstor.org/stable/24490348>.

- Gregoriou, Greg N. og Luc Renneboog. *International Mergers and Acquisitions Activity since 1990: Recent Research and Quantitative Analysis*. 1. Utg. Amsterdam: Academic, 2007.
- Hansen, Jesper Lau. «Issuers' Duty to Disclose inside Information». *ERA Forum* årg. 18, nr. 1 (2017): s. 21–39. <https://doi.org/10.1007/s12027-017-0454-7>. (I tekst: 2017b)
- Hansen, Jesper Lau. «Market Abuse Case Law –Where Do We Stand With MAR?» *European Company and Financial Law Review* årg. 14, nr. 2 (2017): s. 367–90. <https://doi.org/10.1515/ecfr-2017-0019>. (I tekst: 2017a)
- Kinander, Morten. *Presisjonskriteriet i innsidehandelsdefinisjonen i markedsmisbruksforordningen*. Oslo: Karnov Group Norway, 2022. Publisert: Lovdata Pro.
- Klöhn, Lars. «Inside Information without an Incentive to Trade? What's at Stake in 'Lafonta v AMF' .». *Capital Markets Law Journal* årg. 10, nr. 2 (2015): s. 162–80. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmv019>.
- Koen, Lenaerts og José A. Gutiérrez-Fonz. «To say what the law of the EU is : methods of interpretation and the European Court of Justice.» *EUI Working Papers*, EUI AEL; 2013/9 (2013). <http://hdl.handle.net/1814/28339>.
- Krause, Hartmut og Michael Brellocks. «Insider Trading and the Disclosure of inside Information after *Geltl v Daimler*--A Comparative Analysis of the ECJ Decision in the *Geltl v Daimler* Case with a View to the Future European Market Abuse Regulation» *Capital Markets Law Journal* årg. 8, nr. 3 (2013): s. 283–99. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmt011>.
- McGrath, Michael. *Practical M & A execution and integration: a step-by-step guide to successful strategy, risk and integration management*. Hoboken, New Jersey: Wiley, 2011.
- Miller JR., Edwin. *Mergers and Acquisitions; A Step-By-Step Legal and Practical Guide*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2008.

- Mock, Sebastian. «A1. History, Application, Interpretation, and Legal Sources of the Market Abuse Regulation» I *Market abuse regulation: commentary and annotated guide*. Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock red., 2. utg., Oxford: Oxford University Press, 2022, s. 3-12.
- Moeller, Scott og Chris Brady. *Intelligent M&A; Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield*. 1. utg. Storbritannia: John Wiley & Sons Ltd., 2007.
- Norges Bank. «Det norske finansielle systemet 2022», *Det norske finansielle systemet*, (2022).
- Paredes, Troy A. «Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation». *Washington University Law Review* årg. 81, nr. 2 (2003) s. 417-485. <https://doi.org/10.2139/ssrn.413180>.
- Rydning, Helge og Jonas Hjertson. «Kontrollpremie i verdivurderingen» *Praktisk økonomi & finans* årg. 32, nr. 4 (2016): s. 415–424. <https://doi.org/10.18261/issn.1504-2871-2016-04-10>.
- Sejersted, Fredrik. Finn Arnesen og Ole-Andreas Rognstad. *EØS-rett*. 3. utg., Oslo: Universitetsforlaget, 2019.
- Sherman, Andrew J. *Mergers and acquisitions from a to z*. 4. utg. New York: AMACOM, American Management Association, 2018.
- Speechley, Tom. *Acquisition finance*. Haywards Heath [England]: Tottel, 2008.
- Sudarsanam, Sudi. *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. 2. Utg. Harlow Munich: Financial Times Prentice Hall, 2010.
- Tennant, Fraser. «Boom Time: Riding the Seventh Great ‘M&A Wave’.» *Financier Worldwide*, 19.11.2021. <https://www.financierworldwide.com/boom-time-riding-the-seventh-great-ma-wave>. hentet 26.05.2023.
- Tridimas, Takis. *The general principles of EU law*. 2. utg., New York, USA: Oxford University Press, 2006.

Veil, Rüdiger. «3 Market Abuse» I *European Capital Markets Law*, Rüdiger Veil red., 3. utg., Oxford, Storbritannia: Hart Publishing, an imprint of Bloomsbury Publishing, 2022.

Ventoruzzo, Marco, og Chiara Picciau. «Article 7: Inside information». I *Market abuse regulation: commentary and annotated guide.*» Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock red., 2. utg., Oxford, Storbritannia: Oxford University Press, 2022,

